转折与变局

中国经济金融大趋势

彭兴韵◎著



新技术革命造就经济大变局

全球金融新治理的中国方案

重塑全球货币资本新版图

中信出版集团

版权信息

书名:转折与变局：中国经济金融大趋势

作者:彭兴韵

ISBN:9787508670348

中信出版集团制作发行

导言

2014年5月习近平总书记在河南考察时，提出中国经济新常态的科学论断。这意味着，中国经济进入了新的转折与变局时期。2014年中央经济工作会议就以经济新常态为主题，从九个方面系统地阐述了中国经济新常态的特征。这为中国经济的研究者提出了全新的宏大课题。为此，我们确立了中国社会科学院创新项目“中国经济新常态与货币政策”。笔者过去两年里的研究，大多围绕这一主题展开，自2014年7月以来，笔者单独或与合作者一起公开发表了二十余篇关于经济新常态的研究成果。本书就是在这些成果的基础上按逻辑顺序重新组织而成，集中反映了我们对中国经济和金融正在发生的变革的看法。

全书共分上、中、下三篇。

上篇是从实体经济的角度来理解和阐述中国经济新常态中的转折与变局，由五章构成。

第1章“转折：中国经济新常态”，可以说是全书的总论，后面各章安排和内容，主要是基于本章的若干判断而展开更具体的论述。该章最早于2014年7月发表。我们注意到，这是国内较早系统阐述中国经济新常态的理论著述之一。应用历史比较方法，我们先判断了与现阶段的经济“新常态”相对应的“旧常态”的特征，并分析了中国经济转向新常态的驱动因素。我们特别指出了中国经济新常态具有的四个方面重要特征：增长速度从高速增长向中高速增长换挡；增长的主要力量源于供给面的积极变化；增长与资源配置机制的市场化；宏观经济政策的新常态，将宏观政策的“稳”与微观政策的“活”有机地结合起来，从过去注重总需求面的刺激转向以供给面的持续性为主导。这决定了政府政策的重心在

于，进一步全面深化改革和释放潜在的改革红利，通过改革激发市场活力、调整经济结构而实现有质量的、平衡的、资源环境代价最小化的“好”的增长。

第2章“侧重供给面的‘供需结合’稳增长”，是于2014年8月发表的“新常态下的稳增长政策”一文。我们特别提出：“新常态下应当实施侧重于供给面的‘供需结合’政策，即以供给面带动需求面的政策取向，可能是较理想的选择。供给面的稳增长政策，绝不是某种单一政策工具的使用，而是包括体制变革在内的系列措施的组合。”这一政策取向的要素包含四个方面，即：深化市场化的全面改革；切实推动创新驱动战略；提高劳动者素质；完善税收体系。虽然我们强调新常态下的稳增长应当侧重于供给面的改善，但并没有否定需求面的作用，因此是侧重于供给面的“供需结合”政策。我们提出的“侧重供给面的‘供需结合’稳增长”的主张，与供给侧结构性改革的精神是高度契合的。

稳增长要在结构调整中来完成，只有结构的动态调整与优化，才能实现经济的可持续增长。第3章“结构不合理，难有新常态”（于2014年11月发表），就是我们对中国经济新常态下的结构调整的思考。结构调整是中国供给侧改革的重要方面，涉及内容众多。本书从三个方面分析了新常态下的结构调整。第一，产业结构调整是经济新常态下结构调整的基础。我们强调，产业结构调整既需要有相应的利益补偿或社会保障机制，更需要有新产业的发展，产业结构调整应当内生于技术进步和需求结构转换之中；市场机制在调整产业结构中发挥基础性作用，不能以长官意志来取代市场基于潜在需求、技术革新及其发展潮流对结构变动趋势的判断。第二，中国寻求新的总需求的内部平衡，其要义在于重建投资与消费、储蓄与投资之间的新关系。增加最终消费在经济总量均衡中的作用，是需求结构调整的必然要求。建立投资与消费之间的相对平衡关系，并非要以强调国内消费而完全否定投资的作用，只不过，要从过去那种强调投资“量”的增长，转变到强调“有效”投资的增长；从注重基础设施的投资转向充分重视更新改造和技术投资；从“为增长而投

资”转向“为消费而投资、为民生而投资”。第三，在国民收入分配结构调整方面，当进一步完善按资本、劳动、技术和管理等要素的边际贡献参与分配的原则，初次分配与再分配相协调，在初次分配中更好地体现效率优先的原则，发挥初次分配的激励机制，在再分配中则更好地达到公平的目的，从而在国民收入分配结构中真正做到效率与公平兼顾，达到包容性发展、让更多老百姓充分享受经济发展成果的目的。我们还强调，经济结构调整也是利益的重新分配过程，调结构更需要重塑对地方官员的“激励相容”的政绩评价机制。

第4章“去库存与经济新均衡”，最先于2015年6月发表。非意愿存货的大幅增长导致了产能利用率低下，资本被闲置，在库存和资本设备利用率调整到合理水平之前，刺激投资的宏观经济政策实际上对（设备）投资发挥不了太大的作用。因此，降库存是让稳定增长发挥有效作用的重要条件；去库存，是经济寻求新均衡的过程。中国的库存又集中体现在房地产非意愿存货大幅增加，它直接拖累了房地产业的持续健康发展，也增加了经济下行的压力，土地财政捉襟见肘，金融风险上升。是故，房地产业的有效去库存化，对稳增长至关重要。房地产市场去库存化的途径多样，既有市场自身调节的主动去库存化，也有外生性的政策驱使的被动去库存化。然而，不同的去库存方式对“稳增长”、对房地产开发企业的激励、对金融体系稳定的影响都截然不同，既需要着眼于短期，又需要立足于房地产业和中国城镇化的长远目标，立体化、综合化地选择和利用。我们特别强调，在经历住房制度改革集中释放存量需求之后，房地产市场将进入增量需求驱动的新时期。在此背景下，新型城镇化，促进不同层次的城市间平衡发展，有利于中国房地产业和总体经济的健康发展。中国一些地方官员似乎存在偏好“特大城市化”的心理魔结，其实是不利于房地产业的健康平衡发展的。

第5章“新技术革命造就经济大变局”是根据2015年10月26日发表的“迎接有计划的市场经济新时代”补充、完善而来。技术革命是生产力中最活跃的部分，它是导致经济常态更迭与变局的最基本力量。新技术

革命对经济发展乃至经济学理论可能产生的影响和冲击，对研究者有着魔法般的引力。新一轮技术革命基于自动化、智能化的机器人生产，基于信息技术和大数据的生产。这决定了，现在的技术革命对经济的影响根本不同于过去的技术革命。我们判断，生产不再依赖于劳动力成本及工人的劳动熟练程度，这将造就无就业的经济增长新常态，将使现行基于劳动力市场的国际分工与国际贸易体系被颠覆；基于现代信息技术与大数据的生产组织方式，将使企业非意愿存货大幅下降，宏观经济将因此真正迈向“大缓和”时代。它正在埋葬政府无所不在的无效率的经济干预，经济体制将演变成为“有计划的市场经济”的新时代。当然，这仍然是基于技术革命的对未来经济的一个展望。

中篇是分析转折与变局中的金融结构、金融风险与货币政策。全篇共有五章。

第6章“金融结构新趋势”。改革开放以来，推动中国金融结构变化的两种基本动力是，政府不断深化的金融市场化改革和基于风险规避、流动性管理或信息技术的种种金融创新。中国金融结构未来的变化，还是应当进一步扩大直接融资的比重，不过，扩大直接融资较之过去应有不同的历史使命，即股票市场的重要功能应当转向支持创新驱动型的经济发展战略。在金融结构的这一变化中，要处理好债券市场与股票市场、场内直接融资与场外直接融资之间的关系。作为直接融资新业态的互联网金融，是促进中国金融市场化、打破行政管制的金融体制的重要力量，应当以包容之心支持互联网金融的发展，但中国互联网金融应迈入重塑行业规范、强化监管的新阶段。

第7章“化解金融风险的新途径”。金融风险始终是一种客观存在，只要人类对未来的预知是不完美的，只要人类需要借助金融的力量来实现经济发展和技术进步，金融风险就会萦绕在我们周围。但不同时期的金融风险表现形式在不断演化，因此，政府对金融风险的应对也会因时而异。随着中国金融结构的多元化，中国的金融风险日益具有复杂性、

紧耦合性、传染性和渗透性。金融风险根源于实体经济创造的租金流无法支撑金融活动的信用流或金融资产价格，过度借贷是金融风险之“表”，实体经济不振是金融风险之“里”。实体经济的转折使中国的金融风险确有上升之势：杠杆率持续上升到了奇高的水平，且处于全球前列；银行体系不良贷款不断攀升；地方政府债务风险始终存在且仍在积累；公开债务违约由“点”带“面”铺陈开来。如此种种都表明，化解金融风险是一项紧迫而棘手的任务。我们强调在化解金融风险中，应当注重微观机制和基本信用制度建设，政府调控应当更加合理化和理性化，不以牺牲长期增长的稳定而换取短期的较快增长；严密监测、监控和监管系统重要性金融机构金融创新、信贷活动等行为，必要时实施个别中小金融机构倒闭或破产；加强金融监管与货币政策的协调配合；政府参与金融风险救助与化解，要以不助长道德风险和机会主义行为为底线。存款保险是中国化解金融风险的新机制，它重新塑造了中国金融安全网，将促进中国金融风险处置的市场化，但仍需要完善中国的存款保险制度。同时，建立和完善化解金融风险的长效机制，也需要建立金融风险监管全覆盖的监管新体制。

第8章专门探讨中国债券市场的违约风险的新常态。中国企业债券违约，来得比人们预想的要快、要猛烈，违约彻底打碎了人们对中国债券“刚兑”的信仰。已有的违约也告诉人们：违约，一切皆有可能。不过，中国债券违约只是全球信用债违约上升的一个组成部分，是宏观经济景气下降的镜像，而债券违约也具有重要的行业性根源。企业过高的杠杆率、治理机制不完善、持续亏损、经营活动现金流下降，是信用债违约最重要的微观根源。我们指出，债券违约固然会带来诸多不利影响，但它可以还原信用的本来面目，有利于发挥投资者的约束，使债券市场收益率更好地与信用风险、企业资金使用效率相匹配，适当违约将提升债券市场的价格信号功能。因此，违约是中国债券市场走向成熟所不得不经历的炼狱。债券违约并不会改变债券市场发展的大方向。不过，应当避免违约面过宽过广，需要创造更好条件，促进债券市场稳健发展，包括：稳健的宏观经济政策；发债企业应严格树立契约精神；强

化约束中介机构尽责履职；完善债权人司法救济制度；加强投资者保护，完善偿债保障条款；完善债券持有人会议制度与受托管理人制度；债券市场创新应在不放大风险、减少风险传染的前提下进行。

第9章则探讨“货币调控新体系”。该章分别于2014年9月18日和19日发表。经济新常态导致货币政策环境出现了巨大变化，决定了货币政策“新思路”、“新手段”和“新机制”。我们强调“中性”应当成为货币政策的基本原则，即货币政策不应当干扰经济均衡的自我实现机制。但市场机制的不完善使货币政策难以达到中性的效果，因此，在贯彻“中性”的最高原则时，还要修补不能达到中性的漏洞，这样，一定程度的定向调控是必要的，使得货币政策具有“以点带面”的特征。因此，货币政策新思路主要体现在“盘活存量、用好增量”、“总量稳定、结构优化”、更加注重“定向调控”三个相互密切联系的方面。我们认为，在适度利用定向降准的同时，依环境变化谨慎有序地将法定存款准备金比率降到合理的水平，这既是流动性管理的需要，也是利率市场化改革和金融深化的需要；央行贷款与公开市场操作更密切地配合，在总量调控与结构优化中可发挥更大的作用。经济新常态确定新的货币政策机制，应从主要关注传统银行信贷转向更加关注广义信贷，逐步确立以利率为操作目标的货币政策体系。

经济新常态为央行货币政策工具的调整与创新提供了新的空间。这其中，最大的变化莫过于中央银行贷款再次从货币政策的幕后走到了台前，新的央行贷款工具不断被创设出来，丰富了央行货币政策工具箱。基于此，第10章集中探讨了中国央行贷款的工具创新及其功能的扩展、抵押品扩容对货币政策传导的影响。我们发现，随着央行贷款工具不断创新、贷款合格抵押品范围不断扩大，再贷款功能也得以扩张，它发挥着管理信用总量、调整信贷结构、管理市场流动性、维护金融稳定、引导和管理市场利率等多重功能。随着央行贷款工具的创新、抵押品范围的扩大和功能的扩展，货币政策传导机制也正在发生一些重要变化，它不仅会改变流动性的总量结构，也会改变市场的流动性结构，从而影响

市场利率结构，使得央行的货币政策可以更好地发挥定向调控功能。不过，我们强调，央行贷款要更有效地发挥流动性管理功能、引导利率总水平和利率结构，就需要协调央行贷款与公开市场的使用。对于信贷资产质押再贷款，我们在充分肯定其积极作用的同时，也强调，应当避免信贷资产质押再贷款蜕化为对信贷资源配置的行政化干预，避免信贷资产质押再贷款演变为商业银行低品质信贷资产向央行转移，使央行成为不良贷款的最终承受者。

下篇则从开放视角分析中国经济与金融的转折与变局，该篇同样由独立的五章构成，但各章之间又相互联系。

第11章分析了“人民币汇率新机制”。本章主要是基于2015年8月11日的汇率机制改革而展开讨论的。此次汇率改革是2005年改革的继续和深化，改革是央行放权于市场、顺应经济整体市场化改革的潮流，也为资本账户进一步开放和人民币国际化创造了更好的条件；人民币汇率改革不仅是中国金融市场化改革的既定方向，不单是中国金融发展自身的需要，也是国际货币与金融治理机制重建的需要。改革的副产品——人民币汇率水平的调整，则旨在通过汇率机制这种“内外兼修”的方式实现“稳增长”，表明央行更注重利用利率和汇率两种价格手段来实现经济的内外均衡，汇率水平的变化仍属于主动型的汇率调整，是外生性货币政策的一部分。尽管人民币汇率贬值预期有所强化，但我们并不认为人民币汇率具有持续长期大幅贬值的基础。通过国际比较，我们发现，本币汇率波动与国内金融市场之间并无稳定的正相关或负相关关系，这要取决于汇率波动的原因和性质。内生性的汇率贬值往往会伴随国内金融市场的大幅下挫；而外生性的汇率贬值则可能伴随国内金融市场趋于缓和。汇率改革应当不会造成人民币趋势性的过度贬值，虽然在美国加息预期不断升温的背景下，它可能在短期内加剧中国资本外流，但中国央行仍可能通过更加市场化的手段来干预和稳定汇率。

第12章讨论“中国外汇储备新走向”。这一章与第11章有密切联系，

因为汇率水平的变化直接与资本流动、贸易差额相联系。在中国的外汇管理体制下，它们又直接与外汇储备和中央银行的资产负债表相关系。中国过去的外汇储备扩张，是根植于特定的汇率机制与国际货币体系之中的。随着中国经济全球化的加深，人民币国际化的推进，中国对他国储备货币的需求将会大幅下降，同时，全球资本配置格局也出现了新变化：FDI（外国直接投资）和国际游资都将出现净流出状态，从而带动中国外汇储备净额下降的新趋势。中国外汇储备出现净额下降，将导致央行资产负债表的收缩，但这提高了央行货币政策的自主性，中国完全可以通过调整央行资产负债结构，应对外汇储备下降导致的宏观流动性收缩效应。对已经拥有庞大外汇储备的中国而言，外汇储备的适度下降其实是国际资本流动格局变化的结果，其背后反映的是全球治理的中国方案作用力的上升。

外汇储备下降的新趋势与人民币国际化进程，都是中国参与全球货币金融治理的中国方案的重要组成部分。鉴于此，第13章和第14章分别探讨了“全球金融新治理的中国方案”和“中国国际资本流动新格局”。

第13章“全球金融新治理的中国方案”，是根据2015年5月和11月、2016年1月等公开发表的若干篇文章按逻辑顺序重新组合而成。我们指出，以人民币国际化为核心，重塑全球国际货币体系与金融体系，是改善全球治理的重要一环。人民币国际化的重要成果之一，就是顺利地加入SDR（特别提款权）篮子货币。它标志着，国际货币体系的治理机制翻开了历史的新篇章。但人民币要在国际货币体系中发挥更大的作用，取得更重要的储备货币的国际地位，功夫在SDR之外。中国应该将更多精力放在有序推进资本账户开放、国内债券市场的深度发展、健全宏观经济及其治理、大幅增加黄金储备使人民币摆脱“美元影子”化等方面。对人民币的背书，是在中国健全的经济发展和创新之上打造出来的健康的金融体系与坚挺的人民币自身。同时，一个有深度、开放包容的债券市场显然有助于提升中国参与全球经济治理的能力。亚洲基础设施投资银行是中国参与重塑全球金融治理新机制的成功尝试。它表明，中国已

从过去的全球化事务的单纯参与者，跃身为全球化事务的重要引领者和规则的积极制定者，国际金融体系多方博弈的力量对比悄然发生了重大变化。

国际资本流动始终是影响全球金融市场的重要因素，其背后则反映了全球金融治理机制的变化。第14章探讨了“中国国际资本流动新格局”。我们发现，中国已从资本净输入国转变成为资本净输出国，这一趋势仍将得以保持。FDI流入相对下降，金融资本流入相对上升，中国金融市场日渐成为全球资本配置的重要场所。FDI的流入将落后于中国对外直接投资的资本流出，中国对外直接投资与对外金融投资则将齐头并进，形成中国国际私人资本的净流出。国外官方资本流入占比将大幅升高，中国官方资本输出占比将逐渐下降，私人资本输出的重要性上升；中国官方资本输出的形式、目标和目的正在发生重大变化。主动型资本流动将更加活跃、宽泛，被动型资本流动相当一部分将逐渐转化为主动型资本流动。

中国国际资本流动新格局的变化，表明中国金融体系将日益成为全球资本配置的场所，中国金融市场的全球影响力将逐渐上升，也将极大地提升中国的地区经济与地缘政治影响力，从而改善国际货币与金融体系的治理。但中国国际资本流动的新变化也可能产生不利影响。被动型投资比重虽然下降但规模仍不容小觑，可能加剧中国的金融脆弱性；金融资本流入中的短期化使得对外债务风险在逐步上升；我国所面临的对外投资的政治、法律与宏观经济风险也越来越大；加剧了外部风险向中国金融体系的传染性。为应对国际资本流动的新格局及可能带来的影响，中国需要加强国内金融市场建设，完善和加强对国际资本流动的监管，推动货币政策的转型，当然，也要加强国际合作。

作为一个延伸，第15章讨论国际油价大幅下跌对全球货币资本格局的影响。本章曾于2015年2月发表。20世纪70年代中期，油价上涨大幅增加了石油输出国的石油收入，极大地改变了全球国际收支格局：石油

输出国借油价上涨之力获得了巨额贸易顺差，积累了储蓄剩余和石油美元。兴起的石油美元必须到石油美元的持有国之外、金融市场具有广度和深度的国家去寻找与之相匹配的投资组合，使石油输出国成了资本净输出国家。巨大的石油外汇储备和石油主权财富基金成了国际金融市场上最重要的力量之一。国际原油价格与国际金融市场之间形成了互联互通的复合金融活动，使以石油为代表的国际大宗商品具有了金融化特征，国际油价变动不仅改变与之相关联产业和企业发行的金融工具的收益率，也直接影响石油挂钩各类结构化金融工具的收益率，改变国际资本在石油相关（包括替代能源）产业间的重组和配置。

石油输出国单一经济结构导致储蓄与资本盈余的变动，主要维系于石油价格的涨跌。若油价长期保持在较低水平，不仅会导致它们经常项目逆转，降低其国内储蓄率，也会制约全球石油主权财富基金发展。危机后的国际油价暴跌对国际货币资本格局的影响将是深刻的。主要石油输出国面临巨大的财政赤字压力、政府债券收益率上升、外汇储备余额下降或增速下跌、货币贬值。但对主要石油输入国的资本格局总体上则带来了较为积极的影响，如它使主要发达经济体得以维持较低的通胀率和宽松货币政策，有利于美国经济的持续复苏和美元升值，这不仅加剧石油美元向美国的回流，也将加剧其他非石油美元向美国的流动。

上篇 实体经济视角

第1章 转折：中国经济新常态

本章导读

所谓经济“常态”，并不是指经济活动在一个长时期内稳定不变完全可预期的状态，而是在经济发展的某个特定阶段，由经济规律所主导的经济活动相对稳定特征的动态过程。在经济发展过程中，同一个国家在不同发展时期、不同历史阶段的经济常态表现具有明显差异，这个时期的常态会表现出与另一个时期非常不同的新特征。这样，就可以对经济常态加以不同的划分。

从时间区来看，与当下新常态对应的旧常态，大致为新世纪最初十年左右时间的中国经济状态，它有以下几个鲜明特征：经济增长率的持续上升；高储蓄—高投资；人口红利贡献巨大；对房地产业的依赖度上升，金融和地方财政均有房地产化的倾向；扭曲的国民收入分配结构；货币供给机制的高度美元本位化的同时，走的是高信贷、高货币投放的通胀之路。

旧常态的高增长，是不平衡式的增长，是以GDP（国内生产总值）为中心、以投资为主导、对技术进步重视不足的粗放式增长。所谓以投资为主导，实则是通过人为政策刺激而实现的增长，因而，在旧常态中，自觉或不自觉地走上违背经济规律和资源环境约束的、不可持续的增长。旧常态的增长模式穷途末路，必然促使经济转向新的增长模式并且实现与之对应的新常态。转向新常态的主要因素包括：旧常态的结构性矛盾和潜在增长率的下降；第三次工业革命、发达国家制造业回归与全球经济再平衡等。

中国经济新常态意味着中国经济进入了新的转折时期，表现在几个方面：（1）增长速度新常态，即从高速增长向中高速增长换挡。（2）增长的主要力量转向主要依靠转型升级、生产率提升的创新驱动型增长，即增长主要源于供给面的积极变化，而非人为需求拉动的增长。（3）增长与资源配置机制的市场化，要求推动市场的对内对外开放，放松对经济主体的市场准入限制。（4）宏观经济政策的新常态，将宏观政策的“稳”与微观政策的“活”有机地结合起来；从过去注重总需求面的刺激转向以供给面的持续性为主导。这决定了政府政策的重心在于进一步全面深化改革和释放潜在的改革红利，通过改革激发市场活力、调整经济结构，实现有质量的、平衡的、资源环境代价最小化的“好”的增长。

2014年5月习近平总书记在河南考察时指出，我国发展仍处于重要战略机遇期，要增强信心，从当前我国经济发展的阶段性特征出发，适应新常态，保持战略上的平常心态。总书记首提“新常态”，不仅体现了党和政府对未来较长一段时期客观经济主观认识上的变化，而且会引导宏观经济政策的主观行动符合经济新常态的客观要求。因此，无论是经济发展的实际，还是经济政策的选择，经济新常态都意味着，中国经济进入了一个重大的转折与变局的时期。基于此，我们有必要从理论的角度来认识中国经济新常态。

何为经济“常态”？

要弄清经济“新常态”，首先要对“常态”有一个清晰的界定。在我们看来，所谓经济“常态”，并不是指经济活动在一个长时期内稳定不变完全可预期的状态，而是在经济发展的某个特定阶段，由经济规律所主导的经济活动相对稳定特征的动态过程。就经济运行的宏观面而论，经济常态应当最终取决于某一段时期由技术、制度、人口与劳动供给和资本所决定的“潜在增长率”。但是受经济环境和政策环境的影响，在某一段

时期，经济常态既可能表现为实现的增长率低于潜在增长率，也可能高于潜在增长率。前种状态表现为总需求相对不足、物价水平较低或者其他更多宏观经济变量与之对应的特征；后种状态者则表现为总需求的相对旺盛乃至经济过热，物价水平上涨甚至资产价格的持续上涨。

因此，在经济发展过程中，同一个国家在不同发展时期、不同历史阶段的经济常态表现具有明显差异，这个时期的常态可能表现出与另一个时期非常不同的新特征。这样，就可以对经济常态加以不同的划分，如“新常态”与“旧常态”。举个简单的例子来说，滞胀就是20世纪70年代美国经济的常态；80年代之后通胀率持续下降、增长率回升的“大稳定”又构成了美国经济的另一种常态；计划经济体制下的“短缺”是中国经济的一种常态，而实施市场化改革若干年后，中国进入买方市场构成了另一种常态。

虽说可以对经济做“新”、“旧”常态的划分，但“新常态”与“旧常态”不是割裂的。新常态是相对旧常态而言的，前者既是后者发展变化的结果，也是对后者的继起和扬弃；新常态总是脱胎于旧常态，又是在旧常态之上的新的发展变化。对客观的经济常态的认定和判断，会直接影响政府主观的宏观经济决策。稳健的宏观经济政策取向应当使实现的经济增长常态维持在潜在增长率决定的自然常态；或者说，政府主观上对经济常态的判断是否与客观的潜在增长率所决定的诸多宏观经济状态相一致，就决定了政府对宏观经济政策把握和执行的合理性。

因此，分析中国经济新常态，首先要厘清中国经济旧常态。从时间区来看，与当下新常态对应的旧常态，大致为新世纪以来十年左右时间的中国经济状态。在这段时期里，中国经济在诸多方面表现出正在发展变化的典型不同特征。

中国经济旧常态

中国经济旧常态具有以下几个鲜明的特征。

第一，经济增长率的持续性上升。20世纪末，在亚洲金融危机冲击及增长率下滑的惯性因素之下，中国经济增长率从此前周期15%左右的峰值，下降到了7%左右。但中国在20世纪末的城市住房制度改革以及居民需求结构的升级，创造了新市场、新需求；中国加入WTO（世界贸易组织）后迅速融入全球化，扩大了中国可贸易产品的市场广度和深度，极大地提升了中国在全球分工体系中的地位，更重要的是，加入WTO迫使中国更快地推进了诸多领域的市场化改革。新需求、新市场、新机制等费雪所说的“异常现象”叠加在一起，促进了中国经济增长率不断上升。所以，我们高兴地看到，新世纪伊始，中国经济增长率气势如虹，不仅极大地改变了中国在全球经济中的总体地位，让中国迅速成为全球第二大经济体，也成为对全球增长率贡献最大的国家，全球的经济版图和格局因中国经济的持续增长而改变。

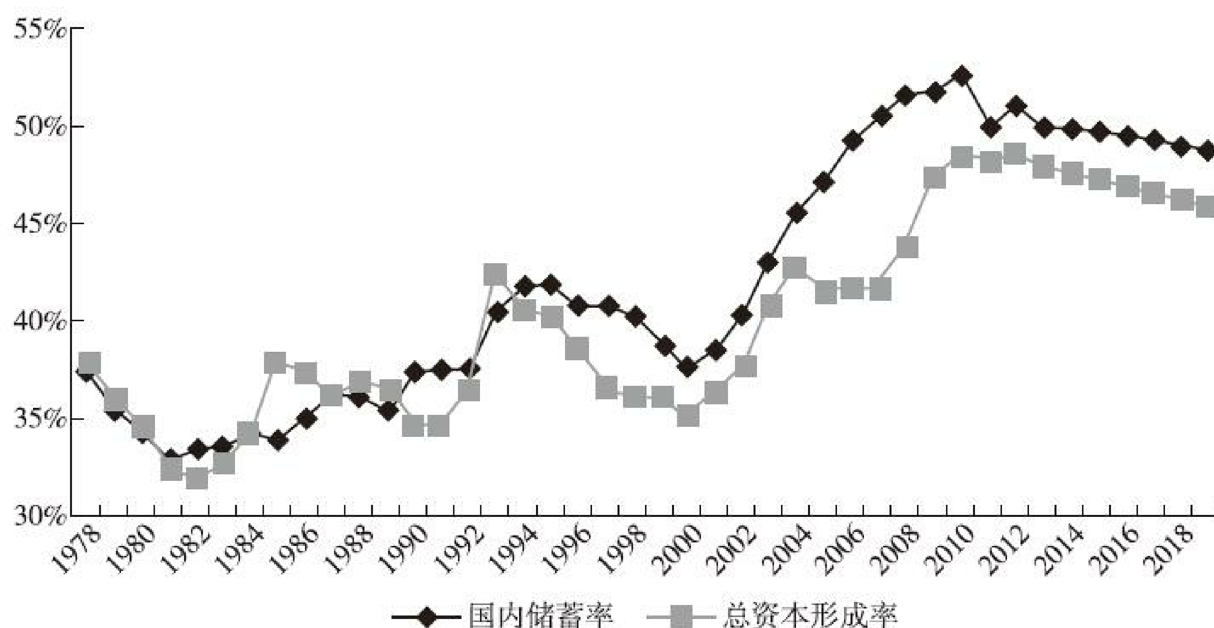


图1.1 中国国内储蓄率与资本形成率

注：2013年之后为预测值。

资料来源：IMF（国际货币基金组织）

第二，持续上升的高储蓄—高投资率。这一特征为经济增长率持续上升提供了资本供给上的保障。新世纪之初，国内的储蓄率和投资率分别为35.3%和37.7%，而到2010年则分别上升到了48.6%和52.6%，10年间均上升了15个百分点左右。这与亚洲金融危机期间中国相对较低的增长率对应的储蓄—投资率截然不同。高储蓄—高投资意味着，国内消费需求受到了极大的抑制，国内消费率一度不及50%。这反映了中国经济在相当程度上忽略了人的消费这一终极目标，异化为“为生产而生产”。结果，资本形成对经济增长率的贡献占主导，消费对经济增长率的贡献反而不及投资的贡献，并进而形成了“保增长”对投资刺激的强依赖综合征。

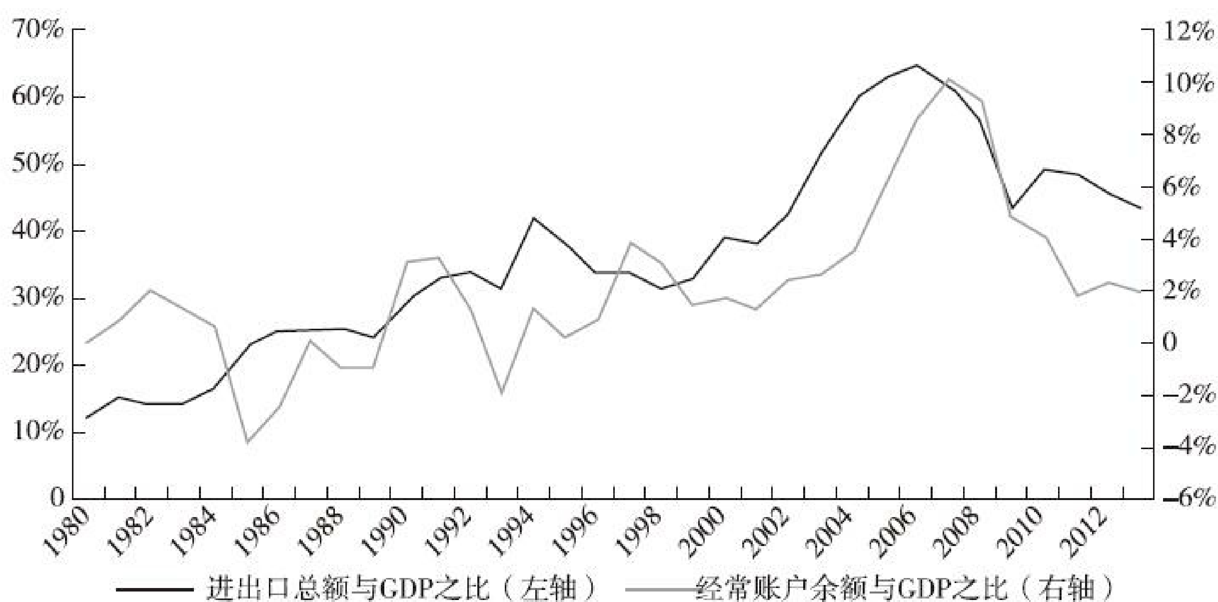


图1.2 中国进出口总额、经常账户余额与GDP之比

资料来源：IMF，根据国家统计局相关数据计算

第三，在储蓄率和投资率双双上升的同时，国内储蓄与投资之间的缺口不断扩大，使得国际市场成为中国宏观经济总量平衡的重要机制。这在国内既表现在中国经济的对外贸易依存度不断攀升，也表现为贸易

顺差的持续扩大，在国际上表现为所谓“全球经济失衡”的持续恶化：即以中国为代表的新兴经济体拥有大量的经常账户盈余和储蓄过剩；以美国为代表的发达国家则出现大量的经常账户赤字和储蓄不足。从图1.2可以清楚地看到，无论是进出口总额与GDP之比，还是经常账户余额与GDP之比，均经历了持续上升的过程。进出口总额与GDP之比在2006年达到了历史峰值64.79%，经常账户余额与GDP之比则在2007年达到历史最高值10.1%。因此，旧常态经济增长率的上升，是在国内和国际均呈失衡状态下实现的。

第四，人口红利贡献巨大。世纪之初，中国15—64岁的适龄人口占总人口的比重为70%左右，而到2010年该比率上升到了74.5%，10年时间上升了4个多百分点。人口结构中的适龄劳动人口及劳动参与率的上升，创造了极大的人口红利，主要体现在：（1）劳动参与率大幅上升和农村剩余劳动力转移，为工业化提供了大量廉价劳动力，使中国得以迅速利用国际供应链重组和产业转移的机会，加速了中国经济的工业化和城市化进程。（2）劳动参与率上升，导致了中国储蓄率上升，极大地提高了中国资本的自主供给能力，为投资主导型的经济增长模式奠定了资本基础。

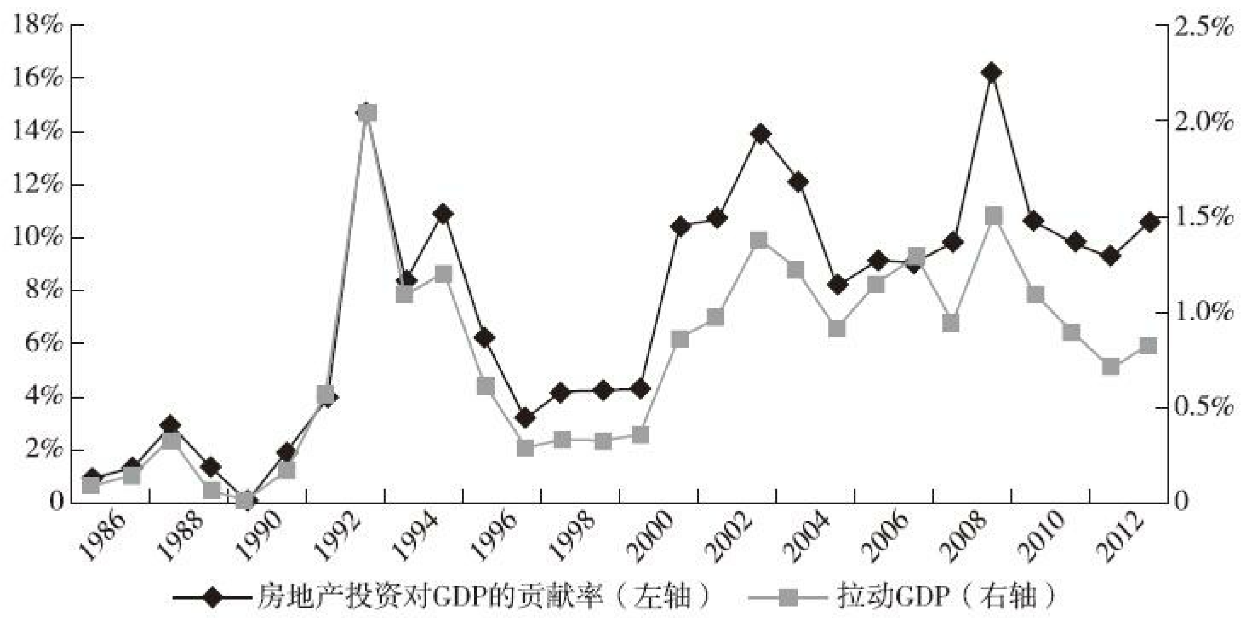


图1.3 房地产投资对经济增长的贡献

资料来源：Wind（万得资讯）

第五，经济旧常态对房地产业的依赖度大幅上升，经济、金融和地方财政均有房地产化的倾向。20世纪末的中国城镇住房制度改革，不仅创造了原本不存在或极其弱小的市场，而且由于房地产本身的特殊性，使得该市场从诞生之日起，就对中国宏观经济产生了始料未及的影响。房地产市场快速发展，使其直接或间接通过与之相关产业链的需求拉动了经济增长，使得中国经济在新世纪以来对房地产业的依赖度大幅上升。根据我们的简单计算，新世纪以来，房地产投资对GDP的贡献率一直在10%以上。它不仅具有深远的经济影响，也是民生和社会发展的大问题。在房价上涨引起一些老百姓的抱怨情绪上升之时，新世纪以来中国城镇人均居住建筑面积由原来的20平方米上升到了30平方米，不能不说这是一个重要成就。

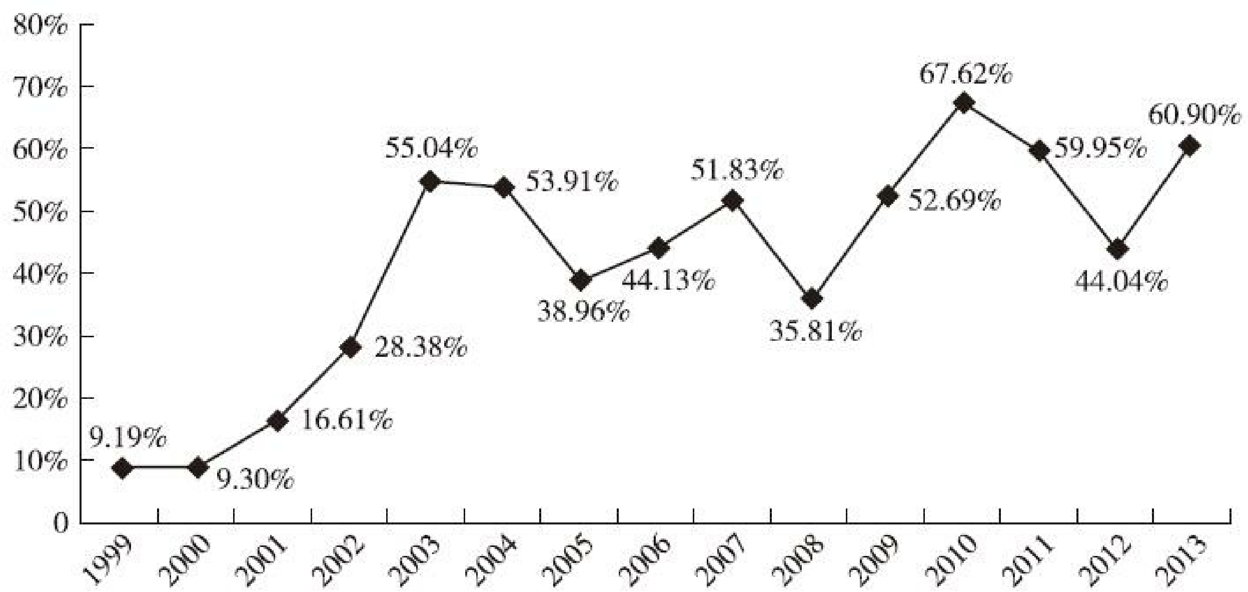


图1.4 土地出让金与地方财政收入之比

资料来源：Wind

旧常态经济的房地产化对金融和财政运行也带来了极为深刻的影响。房地产信贷市场的发展创造了市场的有效需求，助长了房地产价格的大幅上涨，但房地产信贷与地产价格之间存在正反馈效应。房地产作

为融资的抵押品，有助于资金出借方克服信息不对称带来的逆向选择和道德风险，其对信贷市场的影响超出了房地产信贷本身。在房地产价格上涨的环境中，所有以房地产作为抵押的融资活动，都因房地产抵押品的良好性质而降低了外部融资溢价，提高了信贷的可得性。这是过去十余年里信贷扩张的重要基础。同时，房地产市场发展极大地改变了地方政府的财政收入结构，形成了地方财力对土地出让金的强依赖关系，乃至中国有了“土地财政”之说。地方财政收入的这一变化，固然有其积极的一面，但也使得地方政府与房地产开发商成为利益共同体，极大地扭曲了地方政府的行为，在一定程度上激化了地方政府与当地老百姓之间的对立和社会矛盾。

第六，国民收入分配结构扭曲。在国内储蓄—投资失衡进而表现在经常账户失衡的同时，国民收入分配结构也出现了新的扭曲。这首先表现在，居民所得占比不断下降，非金融企业部门所得、财政收支占GDP之比则明显上升。在新世纪之初，居民部门占国民可支配收入的比重，一度接近70%，可到2008年该份额却下降到了不足59%；企业部门和政府部门所得从20世纪末的不足15%分别上升到了20%和18%左右。与之对应，财政收入增长率持续大幅度地高于居民收入增长率，表明中国经济开始与“小政府、大市场”市场化有背道而驰之嫌。与此同时，全国居民收入不平等加剧，居民收入分配基尼系数较高，超过了国际公认的0.45的警戒线水平。国民收入分配结构变化决定了中国国民储蓄结构相应出现了明显变化，即居民部门储蓄占GDP之比在保持相对稳定的同时，企业部门和政府部门储蓄占GDP之比却明显上升。这是导致内需对经济增长贡献不断下降、投资依赖症、贸易顺差持续扩大的国内收入分配方面的原因。

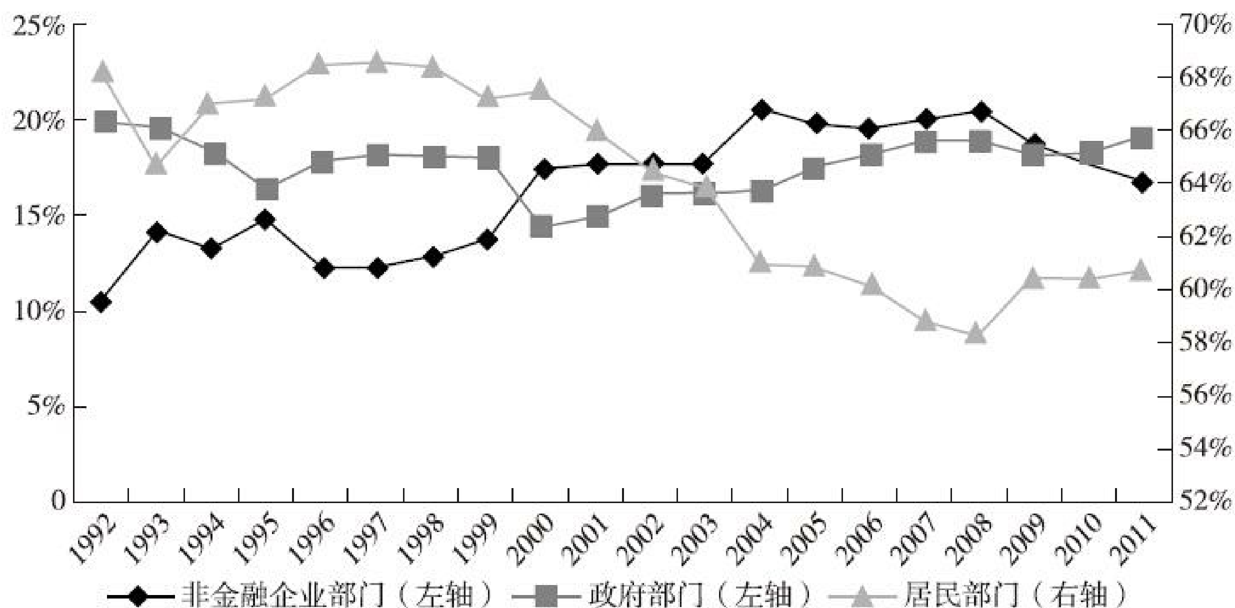


图1.5 中国国民收入分配结构

资料来源：根据Wind计算

第七，在货币层面，旧常态表现为货币供给机制的高度美元本位化的同时，走的是高信贷、高货币投放的通胀之路。央行国外资产占其总资产的比重由原来的不足40%急剧上升到了84%左右，导致中国货币供给的高度美元化，货币政策的信用独立性非常低。这决定了旧常态中的中国货币政策操作相当程度上只是疲于应对国际收支变动的影响，不仅扭曲了中国的货币政策操作工具，也扭曲了中国的货币政策传导机制。更重要的是，在相机抉择的货币政策体制下，政府本来就具有通胀脾性，再加上以GDP为中心的雄心勃勃的增长计划，自然导致旧常态走上了高信贷与高货币扩张的通胀道路。结果，中国货币供应、信贷总量与GDP之比均大幅上升，且处于国际最高水平之列。这不仅体现为一定时期内CPI（居民消费价格指数）明显上涨，也在一定时期内体现为资产的泡沫化倾向。

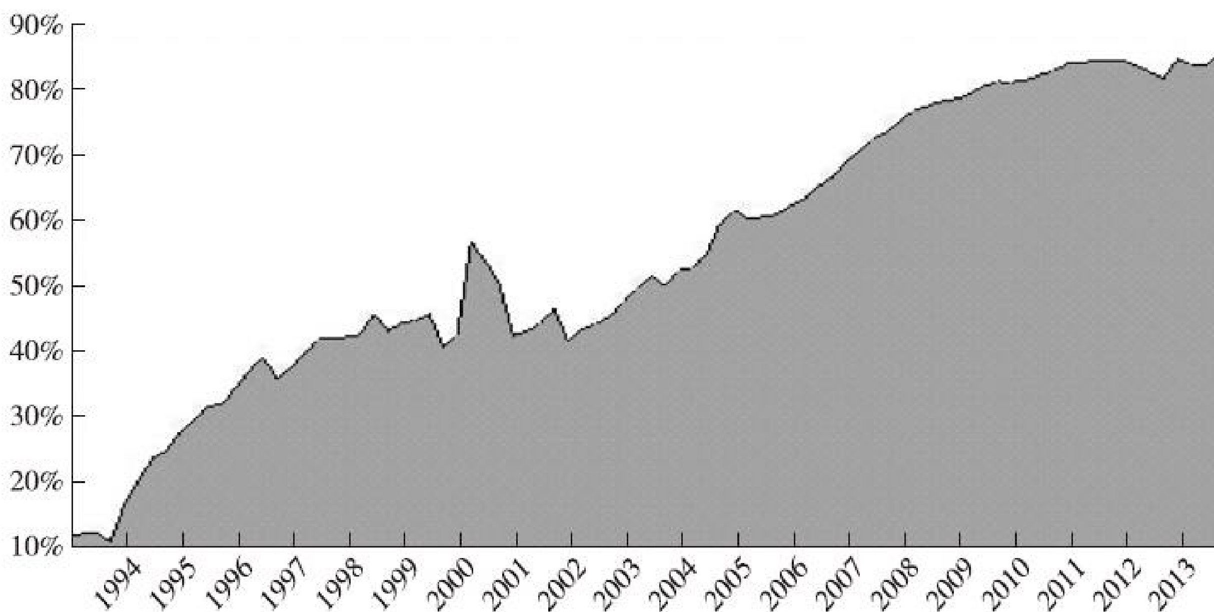


图1.6 国外资产与央行总资产之比

资料来源：Wind

总之，旧常态下的中国经济，虽然经济总量取得了持续增长的瞩目成就，但反映在储蓄—投资、国民收入分配中的结构性失衡却日益加剧，对房地产业的过度依赖抑制了创新型增长，货币供给机制的美元化和高信贷与高货币投放的通胀之路，本身对经济的系统性稳定造成了伤害。可以说，经济旧常态自身就有着向新常态过渡的内在要求。

中国经济迈入新常态的驱动因素

中国经济正处在中等人均收入水平国家向中高收入国家迈进、实现全面建成小康社会的历史转折时期，旧常态增长模式难以为继，必然需要新的增长模式。旧常态的高增长，是不平衡式的增长，是以GDP为中心、以投资为主导、对技术进步重视不足的粗放式增长。所谓以投资为主导，实则是通过人为政策刺激而实现的增长，因而，在旧常态中，自觉或不自觉地走上了违背经济规律和不顾资源环境约束的增长，其增长

的不可持续也就不足为怪了。进一步说，旧常态的增长越快，新常态到来的时间也越快，它一开始就隐藏着埋葬自己的因素。是故，“旧常态”的增长模式穷途末路，必然促使经济转向新的增长模式并且实现与之对应的“新常态”。

在旧常态日渐暴露其不可持续的结构性矛盾之时，中国的潜在增长率开始出现下降。一般而言，决定潜在增长率的因素主要有技术与生产率、资本增长率，以及人口结构与劳动供给。中国潜在增长率下降，首先是因为中国人口结构发生了明显变化，劳动年龄人口的增长速度逐年减慢，并于2010年达到峰值，此后开始绝对减少。2010年适龄劳动人口占比达到74.5%，2015年就已下降至71.91%。相反，人口抚养比则由下降转为上升。人口结构变化导致潜在增长率下降，说明中国经济长期依赖的人口红利正在消失，普通劳动者的短缺和工资持续上涨，制造业生产成本大幅提高，传统比较优势趋于丧失。由于不再有无限劳动力供给，投资回报率显著降低，农业剩余劳动力逐渐减少，都将减缓劳动力资源重新配置，缩小了生产率提高的空间。而人口结构的变化，也不可避免地导致中国国民储蓄率趋于下降，使得依靠投资主导的增长模式难以获得有效的资本供给。与此同时，技术进步又是非常缓慢的过程；在投资率本已处于奇高水平且资本存量已大幅增长的背景下，资本增长率趋于下降是必然结果。这就意味着，中国经济增速换挡是经济发展变化所必然导致的供给面变化的结果，当然，也是政府政策取向变化使总需求主动适应潜在增长率的变化，进而使政策驱动总需求对经济增长的拉动作用下降的结果。从历史经验进一步来看，中国经济增长率只要能够保持在7%左右，就是在其自身潜在供给能力上实现的增长。在这种状态下，既不会有严重的就业压力，也不会有难以承受的通胀。

就在中国人口结构变动导致人口红利逐渐消失的时候，第三次工业革命正在悄然兴起。技术进步始终是影响经济发展的根本因素之一。当下正在兴起的技术革命便是所谓“第三次工业革命”。杰里米·里夫金在《第三次工业革命》中认为，互联网技术和可再生能源结合起来，为第

三次工业革命创造了强大的基础。如建筑业和房地产行业与可再生能源联合，将大楼变成小型发电厂，通过智能型能源网络，将由数以百万计的建筑物生产、储存的能源传输到整个世界。他认为，19世纪以蒸汽机为标志的第一次工业革命和20世纪以电气化为基础的第二次工业革命之后，现开始进入以绿色科技为主导的第三次工业革命，标志着伟大而悠久的工业时代正进入最后一个阶段，也标志着合作时代的到来，人们更多地会看重创造、互动、社会资本、参与开放共享以及加入全球网络。但总体来看，里夫金的定义与其说是工业革命，毋宁说是能源革命更为确切。

与里夫金侧重于能源技术革命不同，《经济学人》2012年4月刊载的“第三次工业革命”一文则聚焦于3D打印技术和数字化制造，将“第三次工业革命”界定为以数字化制造与新型材料的应用为标志的工业革命。其主要标志之一是3D打印技术和工艺。3D打印机是按设计好的数字模型，用各种材料，以叠加工艺“打印”出各种最终产品，整个“打印”过程无需人工参与，所需原材料只有传统生产方式的1/10，能源消耗也远低于传统的工厂式生产。这使得企业只提供数字化模型，用户和代理商可用3D打印机将产品“打印”出来，工厂和制造业工人将越来越少。

标志之二是工业机器人。2006年，《福布斯》就曾预言，当工业机器人性能趋于成熟、稳定和易用时，制造业会出现工业机器人替代工人的浪潮。机器人发展已进入多方面应用的阶段，包括运用在医疗手术和制造业。例如，美国佐治亚州的一家服装技术公司推出“机器人裁缝”，生产线上将看不到工人。据称，这项技术革新，能彻底让“美国制造”打败“中国制造”。美国可望扭转每年用1000亿美元贸易逆差从中国、越南等地进口服装的局面。创始人迪克森说，“自动化机器能让手机、电脑和电视的生产重返美国”。人工智能、机器人和数字化制造促成了新型产业革命。《华盛顿邮报》甚至据此称：“美国的机器人不久就可以直接和中国劳工竞争。”

无论如何，第三次工业革命将使制造业对于工人的依存度大幅下降，制造业中的劳动力成本也会随之而大幅降低，制造不再与工厂、工人密不可分。它不仅是生产方式的变革，且也将改变生产的组织形态。直接生产领域中几乎看不到人影了，将基本上由数字化自动生产，使得国际分工不再主要取决于劳动力成本，即便是传统的劳动密集型产业，也可能向资本密集型转化。进而，新兴市场劳动力的比较优势趋于消失，不仅会极大地缓解发达国家过去制造业的空心化现象，而且会反过来让缺乏自主创新和创意的新兴市场制造业空心化。以智能化、数字化、信息化技术为基础，以大规模定制和个性化制造为特点的工业革命，从根本上解决了传统制造技术下新产品开发周期、产能利用、成本、产品性能、个性化需求等之间的冲突，实现制造的综合优化，产品质量大幅提升。因而，第三次工业革命将重新诠释产品竞争力的内涵，并从根本上改变竞争力所依赖的资源基础和要素结构，最终影响各国在全球工业体系中的分工地位和现实利益。世界经济格局和全球产业版图将因第三次工业革命的深入而发生巨变。发达国家，尤其是美国，不仅依靠强大的技术创新体系而引领制造业的技术和产品创新前沿，很有可能在制造业的生产过程中再度领先，以中国为代表的新兴市场制造业会失去优势。毋庸置疑，第三次工业革命是中国经济转向新常态的另一个重要因素。

还有一个促使中国转向新常态的因素就是发达经济体制造业回归与全球经济再平衡。经过2008年金融危机后的反思，发达经济体认识到长期“外包”政策和国内产业空心化，造成诸多社会弊病。因而危机之后，发达国家都呼吁要“重新回归制造业”，并宣称通过发展高端制造业，重构全球制造业竞争格局。以美国为例，为提高美国制造业吸引资本和投资的能力，美国政府正在通过调整税收政策来降低美国制造业的税收负担，并使暂时性减税措施永久化。2010年8月11日，奥巴马签署了《美国制造业促进法案》，降低非美国制造、但美国制造商所必需的大量产品的各类关税。奥巴马表示，类似法案有助于提高美国产品的竞争力，满足5年内出口翻倍的目标，“在公平竞争的前提下，美国工人可以和任

何人竞争”。2010年9月美国又颁布了《创造美国就业及结束外移法案》，减免从海外回迁就业职位的企业24个月的工资税，并终止向海外转移工厂和生产企业提供补贴、免税和减税。诸如此类的措施，都是为了推动美国制造业回归。除了税收政策调整外，美国制造业劳动力相对成本正在下降。尽管中国制造业小时工资还远不及美国的水平，但中美间成本差距正在逐步缩小，尤其是，中国房地产价格的持续上升，提高了中国工人的必要生活成本，因而也提高了劳动力再生产的成本，从而提高工人的总体工资水平。2010年，美国制造业生产率提升了6.1%，单位劳动力成本降低了4.2%，从2002年至2010年，美国制造业单位劳动力成本累计降低了10.8%。相比之下，中国的劳动力报酬增速比生产率增速要快得多，从2005年至2010年，工人的工资水平以每年19%的速度递增，而同期美国制造业工人的全负荷成本只增加了4%。

第三次工业革命又为制造业的回归做了技术上的准备。美国制造业回归的重点在产业升级，高端制造是其战略核心，为此，它积极在纳米技术、高端电池、新能源与新材料、生物制造、新一代微电子研发、高端机器人等领域加强攻关。这将推动美国高端人才、要素和创新集群发展，并保持在高端制造领域的研发领先、技术领先和制造领先。最新的发达经济体金融危机，在相当程度上是全球经济失衡的结果。为了实现健全的经济增长，就需要矫正全球经济失衡，再平衡是重建稳定国内经济的重要环节。事实上，全球经济也正在寻求新的平衡过程。贸易顺差国家的经常账户顺差与GDP之比在下降，逆差国家的经常账户逆差也在逐渐改善。制造业回归将促进新一轮全球供应链重组和国际分工体系，促进全球经济再平衡。全球经济再平衡，不仅意味着外需对中国经济增长贡献将减弱，而且也意味着，即便没有改革中国现行的外汇管理体制，国际收支对中国货币政策的影响也将弱化，从而极大地增强中国货币政策的自主性。

中国经济新常态之“新”

在总结了中国经济旧常态以及走向新常态的驱动因素之后，便可以进一步探讨中国经济新常态到底“新”在何处了。根据上文的分析，我们不妨将转折与变局中的中国经济新常态定义为：在增长速度换挡、结构改革阵痛、社会矛盾愈发尖锐的时期，集中体现为与潜在增长率相协调、与过去一段时期高增长相较而言现实相对较低增长率的社会经济形态。经济新常态既是经济规律、经济周期自身运行、国内小环境与国际大环境变化的客观结果，也是政府对经济运行主观认识变化的结果。前者体现为因经济供给面约束而使潜在增长率下降；后者体现为宏观经济政策积极主动地顺应潜在增长率的新变化，并因而对通过刺激性宏观经济政策来“拉动”经济增长的“心理”保持了高度克制和冷静。

经济新常态更体现了政府政策目标函数的重大变化，即政府赋予GDP增长率的权重明显下降，是对过分强调增长率的单一GDP主义执政理念的抛弃。经济新常态强调更灵活、公平的竞争机制使经济维持在与潜在增长率相适应的总量增长水平，是内生于技术进步、结构调整和体制机制市场化的自然增长，而不是通过刺激政策实现的“拔苗助长”式的增长。

在新常态的增长率足以实现全面建成小康社会的经济总量目标的前提下，它更注重机制的创新和结构的平衡。因此，新常态坚持权利平等、机会平等、规则平等，实行统一市场准入，通过公平有序的市场竞争提高经济自身应对冲击的灵活性。它强调经济增长与社会发展之间的平衡，经济增长与社会发展兼顾、经济增长与环境资源承载力相协调的增长，即习总书记所说的“金山银山，不如绿水青山”。它强调包容性增长，让老百姓充分享受经济增长成果，这不仅要求改变国民收入分配结构，也要求真真切切地实行稳健的货币政策，控制好物价和以房地产为首的资产价格。

由此，我们便可以归纳中国经济新常态的几个重要方面了。

第一，增长速度的新常态，即从高速增长向中高速增长换挡。这是

由潜在增长率的换挡决定的，也是由中国经济总需求结构变化所决定的。总需求各个构成中，最终消费对经济增长的贡献将上升，投资与净出口的贡献将有所弱化；相应地，中国储蓄—投资关系也将有所改善，经济增长的目的从旧常态扭曲的“为生产而生产”切实转向“为普罗大众消费而生产”。实行这一转变，要求从单纯强调做大蛋糕，到“做大”与“分好”蛋糕并举，改善居民、企业与政府在国民收入分配中的关系。

第二，增长的主要力量，将转向主要依靠转型升级、生产率提升的创新驱动型增长，即增长主要源于供给面的积极变化，而非人为需求拉动的增长。这意味着，宏观经济政策将从过去侧重于需求面的管理转向侧重于供给面的管理；增长与资源配置的机制更加市场化，市场起决定性的作用，减少政府对经济资源的直接配置或行政干预，这不仅可以提高资源的配置效率，也会极大地降低腐败机会。因此，中国经济的新常态，不仅仅表现为“量”的新常态，更应当指资源配置机制的新常态，即让市场在资源配置中起决定性作用，让资源在市场信号的引导下得到相对更有效的配置。这意味着，新常态中的经济灵活性将会有所提高。

第三，增长与资源配置机制的市场化，不仅要求推动市场的对内对外开放，放松对经济主体的市场准入限制，实行更加严格、公平、公开透明的产权和市场参与者的司法保护，而且要求适当降低政府所得在国民收入分配中的比重。同时，人口老龄化对安全性较高、收益相对稳定的资产需求上升，完善货币政策机制要求完善国债收益率曲线。这三方面因素意味着，未来政府债券总量可能明显上升，国债期限结构也会更加多元化。

第四，宏观经济政策的新常态，将宏观政策的“稳”与微观政策的“活”有机地结合起来。所谓“保持战略上的平常心”即是要保持政策定力，“少折腾”甚至“不折腾”，从总量宽松、粗放刺激转向总量稳定、结构优化的宏观审慎政策，这决定了货币政策在未来一段时期均可能具

有“点面结合”且“以点带面”的特点。在政策空间上，全球经济再平衡过程中，中国将弱化美元本位的货币供给机制，提高中国货币政策的自主性和央行的信用独立性，这将决定货币政策操作不会像“旧常态”那样以紧缩和冻结流动性为主。这表明，在未来一段时期内，新常态将为中国货币政策打开新的空间，也为存款准备金比率缓慢有序地降到正常水平创造了积极条件。

第五，利率市场化进一步深化乃至最终实现市场化的总体水平。利率决定机制的变化将迫使央行逐步放弃存贷款的利差管理，利率水平将能够更好地反应消费者的时间偏好率，也能够更好地体现企业的真实资本回报率和风险状况。但受潜在增长率和资本边际产量下降的影响，中国未来利率的总体水平可望维持在较低水平。随着更加注意利率机制在货币政策操作及传导中的地位和作用，央行会日益注重市场利率的平滑化操作，不仅会引导市场利率水平，也可能通过政策行动影响市场（尤其是国债）利率期限结构。这将要求央行更加注重央行资产负债表的资产方而非负债方的操作。汇率从单边升值转向更加灵活的双向波动，市场供求在汇率决定中发挥更主导性的作用，这将明显降低汇率变动的可预测性，这对过去单边升值预期中的国际资本流动造成极大的影响。当然，这同样有助于国内货币政策的自主性。

小结

新常态是在中国通过高信贷与高货币投放而维持的高储蓄—高投资增长模式难以持续、人口结构变动、全球经济再平衡和第三次工业革命兴起的大背景下，对中国经济在未来一段时期较为冷静的新认识。表明政府在对宏观经济调控中的“动物精神”更多受到理性的约束，但在新常态下，宏观经济政策仍然要服务于全面建成小康社会的目标。

基于新常态的认识，政府将在很大程度上不再把高经济增长作为宏

观经济政策的直接目标，也不大可能通过强刺激政策使实现的增长率明显超过潜在增长率。政策面的调整将从过去注重总需求面的刺激转向以供给面的持续性为主导，这决定了政府政策的重心在于进一步全面深化改革和释放潜在的改革红利，核心是通过改革激发市场活力、调整经济结构而实现有质量的、平衡的、资源环境代价最小化的“好”的增长。

新常态也为货币政策打开了新的空间，货币供给的美元本位化将不断削弱，为缓慢有序地调整中国过高的法定存款准备金比率创造了积极条件。利率和汇率机制更加市场化和灵活化。受潜在增长率和资本边际产量下降的影响，中国未来利率的总体水平可望维持在相对较低的水平。

第2章 侧重供给面的“供需结合”稳增长

本章导读

新常态中“稳增长”宏观经济政策并不是被动或消极的，而是在足以实现“两个一百年奋斗目标”的前提下，政府顺应潜在增长率的变化而主动降低了增长目标。在新常态下，为实现社会目标的可接受增长率明显低于潜在增长率，这为稳增长政策提供了较大的回旋余地，能够通过更灵活的微观机制和审慎稳健的宏观政策组合，实现有质量、有效率的稳健经济增长。

新常态下的“稳增长”政策，附带上了若干约束条件，即增长与发展必须符合经济、自然和社会规律，使实现的增长与发展具有科学性、可持续性和包容性。在“三规律”约束下的稳增长，意味着，主观政策变化必须受理性的支配和约束。稳增长政策决策中，应更多地关注就业市场的变化及其对增长的宏观含义，只要有充足的就业需求，相对较低的增长率是可以接受的。

新常态下应当实施侧重于供给面的“供需结合”政策，即以供给面带动需求面的政策取向，可能是较理想的选择。供给面的稳增长政策，绝不是某种单一政策工具的使用，而是包括体制变革在内的系列措施的组合。首先是深化市场化的全面改革。制度的系统性改革，建立更完善的激励与约束机制，在满足激励相容和参与约束的合约结构下，通过公平、有序的市场竞争和要素的自由流动，提高资源的配置效率。其次是切实推动创新驱动战略，技术创新始终是增长连绵不绝的动力。技术创新是提高供给量、改善供给结构、推动经济持续增长的基本动力。再次，提高劳动者素质。无论是技术创新及其在实践中的运用，还是制度

改革中实践的新发展及其经验的总结、改革设计等，均需要劳动者素质的全面提高。最后，完善税收体系。合理的税收应当有利于激发企业经营和创新的活力，有利于供给的增长。

虽然供给面的改革对新常态下的稳增长至关重要，但它的增长效应需要较漫长的过程才能显现。供给面“远水”难解稳增长的“近渴”之时，就需要更加注重将供给面的改善与需求面的稳定有机地结合起来，总需求政策仍会在稳增长中发挥积极的作用。

中国经济迈入新常态，已成为政府和学界的基本共识。基于新常态的认识，政府对经济增长的可接受区间发生了明显的变化，不再像过去那样急功近利地将GDP增长作为最重要的直接目标，意味着政府政策目标函数的重大变化，不再以GDP增长率论英雄。但这并不意味着，新常态下，政府不需要增长率，而是需要“好”的增长。毕竟，中国仍然是一个发展中的大国，无论从哪个方面说，适度的经济增长都是实现中国梦的基础条件，“稳增长”应顺乎逻辑地仍是政府经济政策的重要目标。不过，在稳增长中，需要弄清三个基本问题：什么样的增长率才是“稳”而且适度的？稳增长决策应该更加关注哪个宏观经济指标？实现稳增长的途径和机制是什么？

“稳增长”的“度”是多少？

新常态表明中国经济已进入一个新的发展阶段，具有旧常态下明显不同的诸多总量与结构上的特征。其中，经济增长速度换挡，是新常态的基本特征之一。但是，增长速度换挡，并不是对中国经济的悲观预期，也不是国内一些学者所认为的“危机论”或“政府捅破泡沫论”，更不是像国外媒体那样抱着“唯恐中国经济不乱”的心态所鼓吹的“崩溃论”。在客观上，中国仍然具备维持相对较高增长率的基础；在主观目标上，虽然政府不再唯GDP论英雄，适度经济增长仍是中国社会发展的重要保

障。老百姓生活水平的提高、充足的就业机会、社会保障的完善、中央和地方政府的财政可持续性、金融体系的稳定，乃至中国在全球体系中地位的进一步积极变化，都必须仰仗于此。

那么，政府应当将增长率“稳”在什么样的水平呢？这要取决于对适度经济增长的界定。从资源利用及其效率角度来看，适度增长就是要使实现的增长率与潜在增长率大体保持一致。在此增长水平上，不会有太多非意愿失业，也不会有设备过剩，资本与资源均能得到充分利用。任何实现的增长率持续地偏离潜在增长率，要么是资源过度利用、通货膨胀，要么是非意愿失业率上升，经济持续下滑。从社会发展目标来说，适度经济增长率应当符合中国“两个一百年”的目标，这是新常态下政府对经济增长目标可容忍的“最低限”。一旦受外部环境的不利影响，经济增长率下降到明显会影响社会发展目标的实现进程时，“稳增长”的宏观经济政策组合仍然是必要的。

很明显，这是两个不同的概念。潜在增长率与政府为实现社会发展目标而可接受的增长率下限之间，并不一定完全一致，也就不足为怪了。在经济发展的早期，政府为实现其阶段性“追、赶、超”社会目标，可接受的增长下限可能明显高于潜在增长率。为了实现这个（些许不切实际的）目标，政府往往会采取强制储蓄和通货膨胀政策，通过抑制消费或吸引外资而加快资本积累，以图达到其阶段性特定目标。但脱离经济与自然规律约束的短期增长，往往是不可持续的，经济大起大落是常见之事。纵观新中国成立以来的几次较大的经济波动，无疑都与之前几年里政府过于雄心但脱离潜在增长率约束的增长目标有关。

那么，新常态下“稳增长”的目标，与潜在增长率之间的关系如何呢？为此，做简单的情景分析就可判断一二了。根据IMF的统计，2013年中国人均GDP达到了6747美元。以此为起点，在不考虑人民币汇率变动的情况下，未来7年中国年均只需实现5.8%的增长率，人均GDP就可达到10000美元；若2014年至2049年，中国年均增长率能够达到5%，那

时中国的人均GDP能够达到39000余美元。这意味着，实现“两个一百年”社会目标的可接受增长下限，明显低于当前政府7%～8%的增长目标区间，也明显低于国内大多数学者所估算的7%左右的潜在增长率。进一步地，若未来实现的年均增长率能达到7%，2020年和2049年的中国人均GDP将分别达到10834美元和77077美元。不难发现，若实现的增长率能够维持在潜在增长率左右，中国就能够在经济总量上提前实现“两个一百年”的雄伟目标。正因为如此，在实现的增长率明显低于旧常态下的平均增长率，甚至仍然面临“下行压力”的背景下，政府才对稳增长的政策选择仍然只是“微刺激”。质言之，即便短期增长率会有所下降，但为实现既定的宏伟社会目标，仍具有足够的回旋余地。

“稳增长”应更多关注就业

既然为实现社会发展目标而可接受的增长率明显低于潜在增长率，那么，政府对“稳增长”的宏观经济政策度的捏拿，政策思路也该有所调整，即：从关注GDP的增长率或通胀，转向更加关注就业的变化。尽管宏观经济政策一直强调充分就业，但是，应当说，就业在旧常态的宏观经济政策决策中，并没有被赋予其应有的权重。通常，通胀率“高”了，经济有“过热”之虞时，就“踩刹车”紧缩；反之，紧缩之后，增长率下降了，就“踩油门”扩张。宏观经济政策的“张”取决于实现的增长率，“缩”则取决于通胀率。无论是“张”还是“缩”，均与就业无直接关系。

忽视就业（失业）的宏观经济政策，不可避免地有其固有缺陷。旧常态无论是“保增长”还是抑制“过热”，政策决策忽略了就业指标，可能与中国失业统计的不健全有关。中国过去并没有建立完善的失业登记与失业救济制度，因而中国并没有准确的失业统计。这无疑增加了宏观决策时更多考虑就业的难度。不健全的失业统计，使得中国失业率与经济增长率之间的相关性颇有些不可思议：失业率与经济增长率之间并没有

明显的相关性，尽管中国经济增长率呈明显的波动性，但失业率变化甚微。例如，2002年至2014年上半年各季度的城镇登记失业率一直在4%～4.3%之间波动，同期GDP季度增长率在2007年一度达到15%，最低的增长率为7.4%，GDP增长率的较大波动性与登记失业率的稳定性之间，形成了鲜明的反差，经济增长率出现50%的大幅下降并没有伴随失业率的下降。这是匪夷所思的。另外，对新世纪以来中国增长率与就业需求之间关系的分析，不难发现一个类似的怪现象：在2000年至2008年年初，中国就业需求持续上升与经济增长保持了较强正相关；在接下来的约七年时间里，两者之间的相关性发生了明显的变化，2010年第四季度的职业需求人数约为469万，而在2014年第一季度的职业需求人数却增加到约629万，与就业需求增加相反，同期经济增长率却从9.5%下降到了7.4%。经济增长率明显下降，就业却没有下降，经济政策决策中占有重要地位的“奥肯定律”在中国似乎并不成立。

在失业统计不完善时，我认为，就业需求量的变化，可在稳增长的政策决策中发挥应有的重要作用。旧常态中的政府宏观经济政策，主要取决于实现的增长率和通胀率的变化，相对忽视了就业指标对宏观经济的意义。增长率高了，尤其是通胀率上升到4%以上，经济有过热之虞时，就紧缩货币与信贷，收缩流动性；增长率低了，就会手忙脚乱地大规模扩张信贷与货币。政策的“紧”，看通胀；政策的“松”，看增长，乃至政府在政策松紧之间变换时，会强调“防通胀”或“保增长”的不同政策目标。结果，本来是为平抑经济周期波动的宏观调控，反而加剧了经济的周期波动，为了实现短期增长目标的宏观政策，也加剧了企业的短视行为，降低了资源配置效率。这告诉我们，新常态下稳增长的宏观经济政策，不应当机会主义地在“防通胀”与“保增长”之间跳来跳去，政策决策的依据应给予就业市场足够的重视。实际上，就业与增长率之间的关系出现新变化，为我们稳增长的宏观经济政策带来新的选择思路，即稳增长的政策应当赋予就业更高的权重。质言之，即便增长率下降到低于7%，只要有充分的就业机会和足够的就业人数的需求增长，没有太多的非自愿失业，就不宜采取过于刺激的政策措施。我们认为，政策决策

中，就业权重的上升，能够更好地体现“以人为本”的精神，也能够避免过多地关注物质化的GDP，让宏观政策多了一些人文关怀。

“稳增长”既需解“近忧”，又要有“远虑”

保持目前的经济增长率，尽管不会对中国金融体系造成较大的系统性风险，但这并不是说，已采取的稳增长政策毫无意义。毕竟，增长率进一步下降对金融风险的影响是非线性的，在存在较高杠杆水平、经济增长率接近潜在水平时，经济增长率进一步下降就可能产生金融风险加倍的影响。因此，增长率进一步从7.4%下降到6%，对金融稳定的不利影响，会比从原来10%以上降到7%的影响大得多。更何况，宏观经济政策一直强调要预调，而不是在风险全面爆发后充当消防员的扑救调整。这或许是李克强总理指出2015年是“稳增长调结构的紧要之年”的重要依据。

在此背景下，无论是中央经济工作会议，还是总理的《政府工作报告》，都把稳增长放在了最突出的位置。至于如何稳增长，我认为，既要解近忧，又要有远虑，需要远近接合。所谓解近忧，就是实施有力度的积极财政政策、松紧适度的稳健货币政策，稳定国内总需求，改善企业的现金流，切实化解产能过剩和潜在金融风险。所谓远虑，就是通过完善宏观经济政策，健全稳增长的长效机制，唯如此，方能降低经济的总量均衡与稳定对扭曲性财政货币政策的依赖，避免达到短期稳增长而导致经济加杠杆和进一步加大金融风险的后果，又能提高经济自身应对需求下滑、外部冲击的灵活性。

解近忧的稳增长之策是什么？2014年中央经济工作会议提出稳增长需要实行有力度的积极财政政策、松紧适度的稳健货币政策。李克强总理将这样的宏观政策具体化和指标化了：2015年广义货币M2的增长率为12%，根据实际情况可略高一些；安排财政赤字1.62万亿元，赤字率

从2014年的2.1%提高到2.3%。但财长认为，由于2015年有2000多亿元的可用支出，这实际上会使2015年的赤字率达到2.7%左右。不管是2.3%还是2.7%，都体现了积极财政政策的力度在加大。通过财政支出的乘数效应、赤字对银行信贷的扩张效应，公共支出的扩张会弥补萎缩的私人支出。至于曾被市场深为忧虑的地方融资平台风险，存量债务置换无疑在政府化解地方债务风险的选择之内。由于地方政府一般债务将参照中央国债实行余额管理，限额内的地方一般债务，均可发新还旧，这将极大地提高地方政府偿债的灵活性，减轻其面临的短期偿债压力。

增加的支出将用在哪里？这就是增加政府投资，并以此带动民间和社会资本的参与，增加公共产品和服务的供给，加大政府对教育、卫生的投入。例如，2015年中央预算内投资增加4776亿元；城乡居民基本医保的财政补助标准由每人每年320元提高到380元。通过预算内投资带动社会资本参与，在“一带一路”战略背景下，基础设施的互联互通，对化解国内部分行业的产能过剩及由此带来的金融风险具有积极作用。此前，李克强总理在达沃斯论坛中指出，“中国人均公共设施资本存量仅为西欧国家的38%、北美国家的23%；服务业水平比同等发展中国家低10个百分点；城镇化率比发达国家低20多个百分点。”这表明，中国化解产能过剩有空间，通过增加政府支出，发挥投资在稳增长中的关键作用有一定的“余地”。

不过，解近忧的稳增长措施，力度掌握不当则会造成过度扩张，稳增长不能“任性”而为。本轮经济增长下行的压力，实则是广为诟病的2009年“稳增长”措施后遗症，殷鉴不远，不应健忘。因此，在稳增长中需要有“远虑”，建立稳增长的长效机制。

稳增长的长效机制就是提高经济自我新陈代谢的能力，提高经济对抗外部不利冲击的免疫能力，提高经济迅速地学习、吸收前沿技术的能力。李克强总理提出：“以微观活力支撑宏观稳定，以供给创新带动需求扩大，以结构调整促进总量平衡”。这不仅体现了政府宏观调控思路

与理念的重大转变，也指出了健全稳增长的长效机制的根本途径。要提高微观活力、供给创新和结构调整，就需要改革。政府曾强调以“改革促调控”，我认为，改革是最好的调控。改革的核心在于，把权力关进制度的笼子里，减少政府对市场行为的干预，杜绝寻租等腐败行为破坏市场机制的功能。政府权力“削”于改革，放权于市场和社会。权力一削一放之间，不单是释放了制度红利，而且“政府权力的‘减法’”，可以达到“换取市场活力的‘乘法’”之倍增效应。这正是实现大众创业、万众创新的创新驱动发展的制度保障和基础，也是中国从过去注重需求面的刺激转向侧重供给面的创新稳增长的治本之策。

侧重于总供给的“供需结合”政策

为了达到稳增长的目的，可从总供给和总需求两个不同侧面入手。侧重面与着眼点的不同，会导致政府迥然各异的宏观经济政策，且其效果也可能呈现天壤之别。总供给面的稳增长，着重于稳定和改善经济的总供给能力和供给结构；总需求面的稳增长，则是通过刺激投资、消费、政府支出或净出口等政策选择，通过需求拉动达到稳增长的目的。国内外正反面历史经验告诉我们，需求拉动的经济增长具有短期性，过度依赖于此，会威胁到金融与财政的稳健性。过度需求刺激导致的美国次贷危机与欧洲主权债务危机，殷鉴不远。相反，源自供给面改善的经济增长，更具有持续性和稳定性。过去，中国惯常采用刺激投资和扩大政府支出的总需求政策，尽管在短时间内达到了增长目标，却带来了环境污染、结构恶化乃至系统性的不稳定。因此，新常态的稳增长政策，当从过于侧重需求面的刺激性措施，转向侧重供给面的管理，以供给面带动需求面，实现经济的均衡稳定增长。

供给面的稳增长政策，绝不是某种单一政策工具的使用，而是包括体制变革在内的系列措施的组合。我们认为，着眼于供给面的稳增长政策，主要有以下几个方面。

第一，深化市场化的全面改革。制度的系统性改革，建立更完善的激励与约束机制，在满足激励相容和参与约束的合约结构下，通过公平、有序的市场竞争，要素的自由流动，提高资源的配置效率。所谓“改革红利”，实际上就是通过完善和改革原有体制机制，释放被旧的体制机制压抑的供给能力。虽然市场有这样那样的缺陷，但人类历史上迄今为止还没有找到一种比市场能更有效地配置资源的机制。中国经济的市场化改革，以更多更广泛的市场取代计划作为资源配置的机制，就是把原来被计划经济体制压抑的生产力给解放了出来。

改革开放以来，中国经济的市场化改革，不同的时期有不同的侧重点。20世纪80年代和90年代初，主要是价格体系的市场化改革，一定范围内提高要素的流动，通过价格信号来引导资源的配置；多方面探索企业制度改革，尤其是，进入90年代之后，大胆尝试通过资本市场推进企业产权结构及治理机制的变革，在企业内建立新的激励与约束机制。但“摸着石头过河”的渐进式市场化改革策略，决定了中国市场化改革是一个较漫长的过程，且受特定历史阶段认知局限或意识形态的约束，使得中国在当初“大胆”改革的产物，又成了日后被改革的对象，因而中国改革具有迂回性。尽管如此，没有哪个转轨经济体能像中国这样，在有序地推进市场化改革的同时，在保证政治稳定的同时，又在经济上实现了举世瞩目的成就。

但是，我们也不得不承认，到目前为止，中国的许多要素仍然是“非市场化”的，诸多不合理的制度壁垒阻碍了要素的合理流动和重组；在某些领域，超经济权力的垄断甚至腐败构成了市场化的大敌，使一些资源并不是基于市场化的效率优先原则而流动的，降低了资源应有的产品供给能力。就未来市场化改革的总体趋势而言，主要侧重于简政放权与更自由的市场准入、促进要素的合理流动和重组，无疑是全面深化改革的重头戏。2015年8月19日的国务院常务会议指出：“要持续把简政放权、放管结合作为政府自我革命的‘先手棋’和宏观调控的‘当头炮’。”可见，政府已把更自由的市场化本身当作“调控”的手段之一。让

各企业和个人在平等的规则之下，拥有公平竞争的机会，这不仅会改善中国经济的供给面，而且会通过市场机制的自我纠错和存货的及时调整，提高经济的稳定性和灵活性。因此，新常态的稳增长措施，当首先是市场取向的制度改革，以释放改革红利，充分发挥市场机制的灵活性和自我调节的功能。毕竟，市场机制对纷繁芜杂的信息更灵敏，信息的分散化处理机制更及时、更切合实际，政府的干预或“数量上增减”的调控，应是迫不得已的最后手段。

第二，技术创新始终是增长连绵不绝的动力。技术创新是提高供给量、改善供给结构、推动经济持续增长的基本动力。换言之，缺少技术创新与进步的增长，终将走上不得不依靠刺激总需求扩张的不可持续之路。中国改革总设计师邓小平一针见血地做出了“科学技术是生产力”的著名论断。习近平总书记也强调：“科技是国家强盛之基，创新是民族进步之魂。”拥有先进的科学技术，就意味着拥有先进的供给能力和最“清洁”的增长动力。但正如熊彼特强调的，创新是创造性破坏，它必然使一些行业因创新而惨遭淘汰，也会使一些工人不能适应新技术变革而失业。尽管技术创新不可避免地对旧技术装备企业和产业带来毁灭性打击，却是经济供给能力持续改善的过程。经济史表明，在产业革命之前的一千多年里，全球的人均产量几乎没有明显的增长，根源就在于，在那段漫长的历史中，技术进步非常缓慢，劳动生产率一直停滞不前。在产业革命后，层出不穷的技术创新极大地提高了生产率，人均产出也随之迅速提高；同时，技术进步把人们从过去的繁重体力劳动中解放出来，让人们拥有了更多的闲暇，出现了新消费需求，催生了新产品和新市场。更重要的是，技术进步还推动了要素的流动和市场范围的扩张，也推动了民主化的进程和文明的演进与融合。

改革开放以来，技术进步与制度变革的结合，无疑是使中国经济获得持续强劲增长的主要供给面因素。应当说，以袁隆平的杂交水稻为代表的种种自主性技术创新改变了中国，但也应虚心地承认，过去中国的技术进步，在许多领域是模仿学习型或“拿来主义”的技术进步，远没有

成为技术创新的策源地和领跑者。利用后发优势而相对缺少自主技术创新的增长，使中国经济在旧常态中面临了些许尴尬的局面：经济总量在全球地位根本改变并没有带来经济全球竞争力成比例地上升，乃至世界市场上的“中国制造”一直是缺少技术含量、低附加值产品的代名词。

十八大提出了实施创新驱动发展战略，强调科技创新是提高社会生产力和综合国力的战略支撑。国家创新体系的形成、完善和发展，将有助于提升中国的全球竞争力，依赖于自主创新和技术进步的增长机制的经济，本身具有更强的应对各类不利冲击的韧性和灵活性。正因为美国拥有强大的技术创新，即便本轮全球金融危机发端于美国，可金融市场依旧对美国经济前景毫不吝啬地给予了最乐观的预期；与美国正相反，尽管中国实现的增长率依然属全球明星，但由于自主创新不足，金融（股票）市场对中国经济要求了较高的风险溢价。可以说，技术创新本身就是经济增长的“稳定器”。

但是，技术创新需要人才培养、金融支持、专利制度等创新体系的强有力支撑。著名的“钱学森之问”道出了中国创新体系的痛处，但要改变它并非一朝一夕之事。费尔普斯在《大繁荣》一书中指出：“中国要继续保持生产率和工资水平的快速增长，就必须加速自主创新……中国经济要完成从中等收入向领先水平的转轨，也必须找到激发必要的经济活力的手段。”他特别指出：“本土创新精神源自人民的冒险精神和发挥创造力的愿望，它们一直深入到社会的草根阶层……草根阶层的活力要求人们拥有创办新企业的自由，以及在冒险成功后得到社会承认和财务回报的信心。”中国能否培育出适合大众创新的土壤，是中国能否在新技术革新的潮流中继续充当增长领跑者并提高中国经济活力的关键。

第三，提高劳动者素质。新世纪伊始，政府就提出，全面提高劳动者素质始终是先进生产力发展要求的“第一要务”。这一论断并没有因为十多年时光流逝和经济过渡到新常态而过时，相反，经济从旧常态向新常态的过渡，更突显了该论断的重要意义。这是因为，人是生产力中唯

一具有积极性、主动性和创造性的因素。劳动者不仅仅是操作生产工具的工人，更因为他们处于实践最前沿，能更深切地体会生产技术、组织形式中的诸种弊病。况且，提高生产率的技术进步与创新，并不完全是由那些具有高级专业技术职称的专家，在封闭的实验室里完成的，大众创新是推动技术进步或完善制度建设的主要因素。即便许多人都强调当下改革的“顶层设计”，但顶层设计的改革也应当是对草根丰富实践经验总结基础上的改革，因此，顶层设计的改革也要“紧紧依靠人民”。中国改革开放的历史表明，源于老百姓为克服实践中遇到的问题与障碍而大胆创新的激励机制的改革，才能够以更小的成本加以推广和深化。进一步地，劳动者素质提高还具有改善国民收入分配结构的效应。这是因为，在有效的国民收入分配体系下，劳动者所得取决于其边际产量，而劳动者素质提高恰恰是提高其边际产量的基本因素。因此，提高劳动者素质，意味着劳动者所得份额会相应地上升，最终提高消费能力。总的来看，无论是技术创新及其在实践中的运用，还是制度改革中实践的新发展及其经验的总结、改革设计及其效果的反馈，均需要有劳动者素质的全面提高。

最后，完善税收体系。税收不仅是国民收入分配的工具，也是影响经济供给面的激励机制的一部分。美国供给学派主张通过减税来促进市场竞争，对当下中国的稳增长仍有一定借鉴意义。其理论认为，高税率挫伤了人们的劳动热情，阻碍了个人和企业的储蓄与投资，降低了生产率增长和商品供给，因此，应通过降低边际税率来促增长。著名的拉弗曲线还表明，在税率降到临界值之前，政府降低税率不仅不会导致税收下降，反而还因为减税刺激了收入上升、税基增加，政府税收会随税率下降而增多。

2013年7月，财政部的一份研究报告显示，综合考虑税收、政府性基金、各项收费和社保金等项目后，中国企业的综合税负达40%左右；而过去30年，OECD（经济合作与发展组织）国家平均宏观税负约为24%～27%，日本、韩国和美国的宏观税负过去20年约为20%。该报告

认为，为减轻企业税负，应加快取消和规范行政事业性收费，稳步扩大营业税改征增值税试点范围，消除重复征税等，并通过适度提高附加值较高产品的出口退税率，削弱人民币升值给产业带来的负面冲击。这些建议对新常态下的稳增长是可取的。在个人所得税方面，自1980年实施个人所得税以来，虽历经多次提高起征点和调整税率，但个税仍受到多方面的诟病，如普遍认为，中国个税仍没有充分体现公平原则，高收入者往往通过“分解”收入达到了“避税”的目的，导致了不合理的个税税负：高收入者轻税负、低收入者重税负。乃至有了个税沦为“工薪所得税”之说，表明个税违背了税收调节国民收入分配的初衷。因此，近年来，公平税负改革的呼声日渐高涨。综合与分类相结合，逐步实行以家庭为单位征收和差别化扣除模式，也日益成为学界改革个税的主流共识。

当然，税收体系的完善，不能简单化为税收的增加或减少。政府也应当树立起恰切的税收观，即税收的主要功能不是作为政府敛财的工具，而是调节收入差距或为企业经营活动提供公共服务的必要支出保障，因而合理的税收应当有利于激发企业经营和创新的活力，有利于供给的增长。若仅基于对税收增加政府收入的认识，会不可避免地使政府的各项税收政策堕化为“与民争利”的收入财富分配机。常识是，让老百姓多纳税，从来都不是令人愉快的公共政策，更不是稳增长的良方。

虽然供给面的改革对新常态下的稳增长至关重要，但供给面改善的增长效应可能需要较漫长的过程才能显现，稳增长又常常迫在眉睫。供给面“远水”难解稳增长的“近渴”时，就需要更加注重将供给面的改善与需求面的稳定有机地结合起来，只有有了这两条腿，稳定均衡的增长才能迈步向前走。总需求政策仍会在稳增长中发挥积极作用，这是因为，总供给和总需求是经济总量均衡中的两个重要因素，总供给的增长必然要求总需求有相应的增长，才能使产品有销路、没有非意愿存货积压，实现总量均衡。虽然好的供给管理政策能够带动需求的增长，但毕竟，供给与需求是由经济中相互独立的不同部门基于不同的目标而做出的经

济决策，并不能保证经济时时处处都能够达到均衡；也因为，当遇到极端经济总需求冲击时，总需求政策一般比总供给政策能更快地发挥稳增长的效果；这时，若没有相应的总需求管理，供给面可能因需求面冲击而急剧萎缩。

这里的关键在于：在稳增长中，应当确立总供给政策与总需求政策的主从关系；要注重拿捏好总需求管理的度和结构。总需求增长的“度”，可以从经济的实体面和金融面两个角度来考察。在实体面，考察总需求的度，应当结合总需求结构来断定。总需求方面，鉴于消费需求增长相对平稳，投资的贡献多年一直居主导作用，政府支出占GDP的比重不断上升，受国际环境的影响，贸易顺差波动比较大，因此，调控好投资和政府支出，对政府把握好总需求管理的“度”至关重要。在金融面，货币供应量或广义信贷（包括银行信贷、债券发行、信托等）是总需求的量的集中体现。鉴于此，在金融面，稳增长的总需求政策，要将广义信贷增长调控到一个较合理的水平。至于总需求的结构方面，将在第3章中再具体阐述。

小结

新常态中“稳增长”宏观经济政策并不是被动或消极的，不过是在足以实现“两个一百年奋斗目标”的前提下，政府顺应潜在增长率的变化而主动降低了增长目标。在新常态下，为实现社会目标的可接受增长率，明显低于潜在增长率，为稳增长政策提供了较大的回旋余地，使得宏观经济政策能够灵活自如地从过去一遇经济增长率下降，就采取强刺激措施“保增长”，转向在可接受相对较低增长率的情况下，通过更灵活的微观机制和审慎稳健的宏观政策组合，实现有质量、有效率的稳健经济增长。新常态下的“稳增长”政策，附带了若干约束条件，发展必须符合经济、自然和社会规律，使实现的增长与发展具有科学性、可持续性和包容性。在“三规律”约束下的稳增长，意味着主观政策变化必须受理性的

支配和约束。稳增长政策决策中，应更多地关注就业市场的变化及其对增长的宏观含义，只要有充足的就业需求，相对较低的增长率也是可以接受的。新常态下应当实施侧重于供给面的“供需结合”政策，即以供给面带动需求面的政策取向，可能是较理想的选择。这意味着，宏观政策应切实走上“以促改革稳增长”的新思路。

第3章 结构不合理，难有新常态

本章导读

不合理的经济结构必然会导致经济总量的先天性不稳定。把结构调整到合理均衡状态，是达到经济总量“稳”的内在要素和关键所在。同改革一样，经济结构调整的某些方面，也是利益的重新分配过程。调结构更需要重塑对地方官员的“激励相容”的政绩评价机制，调结构既需要有耐心，也需要有远见。

产业结构调整是经济新常态下结构调整的基础。在产业结构的调整过程中，对那些因“顾全大局”而牺牲就业机会和收入来源的工人，既需要有相应的利益补偿或社会保障机制，更需要有新产业的发展，以提供新的就业机会和更可靠的收入保障。市场机制在调整产业结构中应发挥基础性作用，不能以各地方政府制定巨细无遗的产业规划和长官意志来取代市场基于潜在需求、技术革新及其发展潮流对结构变动趋势的判断。产业结构调整应当内生于技术进步和需求结构转换之中。产业结构调整中，资本自由流动特别重要，产业结构调整带动资本配置结构的变动，而资本在产业间转移的结果会助推产业结构的调整。

全球经济再平衡过程，将迫使中国寻求新的总需求的内部平衡，其要义则在于重建投资与消费、储蓄与投资之间的新关系。增加最终消费在经济总量均衡及其经济增长中的作用，是新常态下总需求结构调整的必然要求。这首先需要完善国民收入分配结构，在居民部门所得占GDP之比没有上升到合理水平之前，居民收入增长率适度地高于经济增长率。中国总需求结构的调整，建立投资与消费之间的相对平衡关系，并非要以强调国内消费而完全否定投资的作用，只不过要从过去那种强调

投资“量”的增长转变到强调“有效”投资的增长，从注重基础设施的投资转向充分重视更新改造和技术投资，从“为增长而投资”转向“为消费而投资、为民生而投资”。

国民收入分配结构调整是民心所向。应当进一步完善按资本、劳动、技术和管理等要素的边际贡献参与分配的原则，初次分配与再分配相协调，在初次分配中更好地体现效率优先的原则，发挥初次分配的激励机制，在再分配中则更好地达到公平的目的，从而在国民收入分配结构中真正做到效率与公平兼顾。宏观上首先就是要提高被压抑的居民所得，在可持续的经济增长中，提高居民部门所得占国民收入分配的比重。

中国经济新常态不仅是经济增长速度的切换，更是通过经济结构的调整来实现有质量、有效益、没有水分的增长。合理的结构调整是实现让“广大老百姓享受改革与发展成果”社会目标的必要路径，是新常态稳增长必需的微观基础。调结构也涉及国民经济的各个方面，不仅包括产业结构、地区结构的调整，也包括需求结构（储蓄与投资之间或积累与消费之间）、国民收入分配结构甚至金融结构的调整；而且，大结构之中还有小结构。这决定了经济新常态下的调结构，是一个复杂、庞大而又细微的系统工程。本章着重分析经济新常态下的产业结构、总需求结构和国民收入分配结构的调整。

合理的“结构”是“稳增长”必需的微观基础

马克思经济理论特别强调了各大部类之间的关系，各大部类之间的结构失衡最终会导致经济危机。西方经济学的一般均衡理论，实际上就是强调结构均衡对经济效率和经济稳态的决定性影响。经济结构不合理，经济增长就具有内在的不可持续性，总量上的失衡或经济周期波动，只不过是结构失衡在宏观上的集中外在表现而已。因此，不合理的

经济结构必然会导致经济总量的先天性不稳定。把结构调整到合理均衡状态，是达到经济总量“稳”的内在要素和关键所在。好比一座建筑，结构不合理或结构变异，会使它成为危房甚至坍塌，成为“楼脆脆”；也好比开着胎压严重不足的车在路上行驶，是难以稳定地操控前进方向而极其危险的。当经济结构的某些方面变得不合理的时候，轻者会使经济增速减缓，重者则会通过极端的危机强制经济结构恢复到较合理的状态。

新中国成立以来，曾数次出现过经济结构失衡及随之而来的增长率急剧下降的局面。小平同志在1980年《目前的形势和任务》中讲：“我们过去长期搞计划，有一个很大的缺点，就是没有安排好各种比例关系。”改革开放以来，中国在取得举世瞩目高增长成就的过程中，虽然旧的结构失衡得到了比较有效的解决，但新的结构失衡又随之出现，有的甚至愈发突出和严重。结构失衡影响到经济的可持续增长时，政府就会花时间和力气实施“调整、改革”的经济政策。当下则是政府在宏观经济政策目标上主动适应经济新常态，以相对较低但足以实现“两个一百年奋斗目标”的增长率，来换取经济结构调整的巨大空间。当然，经济结构的失衡是绝对的，平衡只是相对的，只能在失衡中相对地实现动态的结构均衡；经济社会发展本身就是从一个失衡寻求另一个相对平衡、再出现新的不平衡及平衡的不断调整的过程。在这个意义上，新常态下增长速度的换挡，是旧常态下结构失衡的结果；新常态下经济结构的调整，是经济迈向新阶段的标志，是政府主动以相对较低的增长率来换取经济结构调整的积极努力，将使中国经济增长获得更加持续的动力。

虽然结构不平衡是绝对的，平衡只是相对的，但这并不意味着应该放任经济结构的恶化。结构持续恶化的唯一结果就是经济以极端波动（下滑）或硬着陆的方式来消化。面对结构失衡，若政府主动降低增长速度来换取结构调整的空间，则可实现经济软着陆。在这方面，中国有过成功的经验。但结构不平衡总会伴随着经济发展而不断出现，因此，在旧常态下的高速增长中，中国经济结构不合理也会从各个方面表现出来。抛开金融面不谈，单就实体面的结构不合理就有诸多表现。在总需

求方面，储蓄与投资失衡加剧了中国产品市场对全球市场的依赖，过高的储蓄率与投资率反映了国内最终消费的不足；国民收入分配结构方面，居民所得占国民收入之比下降到了不足60%，政府所得和企业所得持续上升，抑制了国内的最终消费能力，且居民间、城乡间的收入差距使得中国经济的二元特征更加明显；在产业结构中，为了急功近利的“保增长”短期目标，大量上马那些“短、平、快”的投资项目，固然取得了短期增长的“政绩”，但加剧了对环境、资源的过度损耗，也挤占了大量资本，抑制了创新性产业的发展，不一而足。

任何一个方面的结构失衡，都会对总量经济活动产生不利影响；结构失衡或不合理，不过是资源没能得到最有效利用的另一种表述罢了。结构有效调整与转换，意味着资源利用效率的提高，物尽其用；也意味着，即便没有消耗新的资源，社会总体福利会因结构改善而提高。对一直以粗放式投资驱动经济增长的中国而言，面对人多资源少的现实矛盾，结构调整是促使经济走向健康、持续发展的必要选择。在当下，实现结构的有利调整，比过去二十年来更加迫切；当然，过去总量上的增长和积累，也为新常态下的结构调整奠定了良好的物质基础，使我国有“资本”和空间在接受相对较低增长率的同时，促进和实现有利的结构调整。

但是，同改革一样，经济结构调整的某些方面，也是利益的重新分配过程。尽管相当程度上，经济结构调整是“稳增长”政策的必要组成部分，但就短期而论，结构调整比起“稳增长”要面临更多的困难。结构失衡是过去长期积累的结果，要把结构调整到合理均衡的状态，也非一朝一夕之事。尽管一直以来都在不停地强调调结构，但一段时期过于追求数字上“增长”的结果，经济结构非但没有调过来，其失衡与不合理的状态反而在较长时期内愈演愈烈。由于结构调整不可避免地会对短期增长率有所影响，对那些追求以GDP增长率作为政绩的地方官员，结构调整更是一个痛苦的心理过程。只有在地方政府以“平常心”看待新常态下的经济增长率时，只有把经济发展、社会发展和环境资源综合协调起来，

且将“执政为民”而不是个人的升迁作为目标时，地方政府才会有足够的动力主动去调整经济结构。因此，调结构更需要重塑对地方官员的“激励相容”的政绩评价机制。调结构既需要有耐心，也需要有远见。

产业结构调整是基础

2013年，第三产业增加值与GDP之比上升到了46.1%，首次超过了第二产业。这表明，中国产业结构出现了历史性的积极变化。固然如此，但这并非意味着，中国产业结构已调整到了合理状态。实际上，中国产业结构的内部结构调整，仍然需要下大决心、花大力气才能解决。首先，众所周知，旧常态下的十年是中国房地产业快速发展的十年，房地产投资占全社会固定资产投资的比重达到20%以上。由于房地产业被划入了第三产业，地产市场的繁荣对第三产业超过第二产业具有极为重要的影响。经济过度房地产化，本身就是结构不合理的重要表现，而且国外的教训反复表明，过度依赖于房地产业繁荣而增长的经济，在国际经济体系中是没有过硬的竞争力的，终究要出现一些难以控制的问题。其次，第二产业中的不合理结构，仍然对中国经济稳定、环境等造成不利影响。现在，人们谈论得最多的所谓“产能过剩”，实际上就是第二产业中某些行业的产能，超过了经济对该行业产品的实际需求，导致了其生产设备的闲置或非意愿存货上升；所谓环境的恶化，也主要直接与工业化有关。

在旧常态中，虽然中国经济总量取得了举世瞩目的成就，但产业结构改善不尽如人意，基于技术创新的新兴产业发展相对滞后，传统产业依然保持着极其重要的地位，占用了大量的资本和资源，且其资本利用效率低下。众所周知，中国人口密度大、人均自然资源缺乏，那种技术含量低、短、平、快的“三高”行业在经济总量中占有较大比重，加剧了中国经济增长与环境资源之间的矛盾，甚至直接带来新的社会矛盾。进入新世纪以来，中国在利用加入WTO后市场开放红利和国际产业转移

机会的同时，也是发达经济体将那种“三高”行业的社会成本转嫁于中国的过程。世界银行的数据显示，1994—2003年间，中国人均二氧化碳排放量持续地低于中高收入国家，但高于东亚与太平洋地区国家；而2004年之后，中国的该项指标就一直高于中高收入国家，2010年人均排放量为6.2吨，而中高收入国家的排放量为5.4吨，东亚与太平洋地区国家的人均排放量为4.9吨。可以说，中国在旧常态下成为全球经济增长极的同时，也承担了全球增长与发展的主要环境与资源成本。

这正验证了一个老生常谈的经济理论：若缺少公共政策的干预，那种具有“负外部性”的产品会出现相对过剩，具有“正外部性”的产品则供给相对不足。特别是，在地区间为增长而展开锦标赛的过程中，本应为经济活动的外部性承担起公共责任的地方政府，却为了达到高增长的目的，不但没有遏制那些环境资源代价大的产业发展，反而还因为这些产业有助于任期内的短期增长而纵容其野蛮式地扩张，甚至对那种直接对环境造成极大破坏的“废水废气”排放视若无睹。

中国产业结构的调整，无疑首先是要压缩那些高污染、高能耗、高水耗的产业。这第一是铲除这些行业得以扩张的行政土壤，既要改变一个老生常谈的问题：坚决放弃对地方官员政绩考核过分注重GDP的扭曲机制，也要对那些任期内环境资源继续恶化的官员实施严厉的责任追究制度。这应是建立淘汰落后产业的长效机制之一。

第二，对造成严重污染的企业，行政性的“关”“停”是必要的惩戒机制，也可起到立竿见影的效果。为了治理北京的大气污染，河北就不得不忍受经济增长率下降之痛，大量地“炸掉”众多规模较小、排放处理设施落后的水泥厂等。不过，像这样的“关”“停”具有政治任务的色彩，能否对未来污染企业的创建起到“儆百”的作用，有待进一步观察。

强行“关”“停”“三高”行业的某些企业，对某些当局者实现目标和完成任务固然是来得“痛快”，但对被“关”“停”企业的投资者和工人，恐怕更多是“痛苦”的经济损失了。这就告诫我们，在产业结构的调整过程

中，对那些因“顾全大局”而牺牲就业机会和收入来源的工人，既需要有相应的利益补偿或社会保障机制，更需要有新产业的发展，以提供新的就业机会和更可靠的收入保障。因此，产业升级与换代是在压缩“三高”产业的过程中，既不会造成过多失业从而危及社会稳定，也不会造成经济大滑坡的必要稳定机制，是旧产业淘汰中寻求经济与社会平衡的必要支撑点。质言之，旧的落后产业的淘汰与新产业的开发和发展，是产业结构调整向前迈进必不可少的两条腿。

第三，通过引入市场机制来调整产业结构，比如碳排放交易就是其中之一。碳排放交易是为促进全球温室气体减排、减少二氧化碳排放所采取的市场机制。中国已经建立了包括北京环境交易所、上海环境能源交易所等在内的四家排放交易所，希望借此以市场化机制推动自愿减排。作为一种市场机制，通过排放权的交易，可以为那些获得了排放权配额后的企业实施有效的减排，提供了市场化的回报和激励机制；相反，那些不能采取有效技术措施降低单位排放量的企业，要想进一步扩大生产规模，则必须“花钱”从市场上购买排放额度，这一机制使本来具有“负外部性”的环境污染成本“内部化”了，从而降低了排放企业的边际利润。就中国治理“三高”产业而言，在强力实施“关”“停”措施的同时，在长期内，应在科学确定可承受的排放总量的基础上，引入市场化的排放机制，重建控制排放量的激励与约束新机制。

当然，在淘汰落后产业的同时，新产业的发展格外重要。若只有“关”“停”和淘汰，而没有新产业的足够发展，一同淘汰的将还有政府在老百姓中的信心。新产业的发展既是淘汰落后产业进程的“稳增长”的基石，也是提升中国经济全球竞争力的关键所在。旧常态中，尽管中国为全球化做出了重要贡献，承担了巨大的国际产业转移的环境与资源成本，但一直被广为诟病的是，中国制造业附加值很低、自主品牌的全球竞争力很低。“贴牌生产”的结果是，国内在以土地、税收等诸多优惠政策吸引外资的时候，国内工人在不太良好的工作环境中，赚取微薄的工资，为“中国制造”的国外品牌企业贡献巨额的利润。所谓“出口八亿件

衬衫换回一架飞机”之说，痛切且恰如其分地展露了中国在国际分工体系中的难堪。

为了提升中国在全球分工体系中的地位，一些地方政府开始主动降低经济增长目标，以换取产业结构升级换代的空间。其中，具有典型意义的便是，广东率先实施了“腾笼换鸟”的产业调整政策，试图走出制造业对发达国家的品牌依附。广东率先舍弃增长的最优先目标，转而把结构调整放在区域经济发展最突出的位置，对中国其他地区乃至全国经济结构的调整，都具有标杆意义。这即是说，政府政策导向在产业结构的变化中有重要作用。合理的政策导向有利于促进产业结构升级转换，不合理的政策导向则反而会阻碍产业结构的升级换代。任何以坐在办公室而指导的创新产业发展，不但不会对创新产业发展有所帮助，反而还可能“与民争利”，把创新扼杀于摇篮之中。因此，这里所谓的政策导向，并不是指各地方政府制定巨细无遗的产业规划，以政府的长官意志来取代市场基于潜在需求、技术革新及其发展潮流对结构变动趋势的判断，而是政府把握住宏观经济趋势的总体规律，以合理的总量经济目标，让企业和投资者在自主承担风险的基础上进行分散决策。

当然，产业结构调整更关键的是内生于经济发展中的技术进步和需求结构转换。新技术的发明和新需求的扩张，往往会催生新产业的发展，同时，新技术的发展还会改变传统产业的生产流程和工艺，从而深刻地改造传统产业。质言之，不断的技术进步正是产业结构升级换代的根本保证。国内外的经济史都充分证明了这一点。然而，任何一个创新性产业的出现，尽管其有广阔的前景，但受制于其短期内难以实现充足的现金流、初期较高的成本，以及它会冲击原有相关产业的利益，新产业的发展不会一帆风顺。尤其是，在融资方面，传统以借贷为主的融资，因为其巨大潜在不确定性而“嫌弃”它，即是说，以借贷资本为主的融资体系，是不利于自主创新产业的发展的。因此，发展创新驱动的新产业，就需要新的融资体系的支持。美国的经验告诉我们，天使投资、风险投资以及私募股权基金在促进技术创新方面具有独特的功效。随着

中国资本市场的发展，有利于技术创新的融资体系正在形成和发展之中。

创业资本的实质乃在于资本自由流动的精神，以及对承担巨大风险的高回报。因此，产业结构调整中，资本自由流动特别重要。资本流动就是产业结构变动与调整的过程；产业结构调整带动资本配置结构的变动，而资本在产业间转移的结果会助推产业结构的调整。从这个意义上说，十八届四中全会强调“加强对各种所有制经济组织和自然的财产权的保护”，将为中国技术创新友好型的融资体系的发展提供新的契机。但资本具有天生的逐利性，哪个行业预期利润高，资本就会流向哪里。这决定了资本在产业间的流动与转移，很大程度上具有“短视性”，造成资本在产业间转移的“羊群效应”。基于利润目标的个体理性的资本转移，往往会造成资本转移的集体非理性结果，使短期利润率明显高于社会平均利润的行业，吸纳过多资本并造成产业过热现象。旧常态下的中国房地产业的发展过程，再好不过地阐释了资本在产业间转移的这一规律。这表明，在注重发挥市场机制在产业结构调整中的决定性作用的同时，也需要完善市场机制对资本在产业间过度投机性与流动性的惩戒作用。

需求结构调整是关键

总需求结构的调整也是新常态下的重要政策取向，对新常态下的稳增长具有关键性的作用。

在总需求的三驾马车中，旧常态是投资与消费之间的不断失衡的过程，这体现为储蓄率和投资率双双持续上升且达到全球仅见的50%上下的时候，储蓄—投资之间的缺口不断上升。重投资与贸易顺差、轻消费，是旧常态下总需求政策的基本取向。这有其特定历史阶段的合理性，因为社会主义初级阶段的基本矛盾就是不断增长的物质文化需要同

落后的社会生产之间的矛盾，解决这一矛盾的基本措施在于增加资本投入以扩大生产。随着经济和金融全球化进程的加快，一方面金融风险更迅速地在国家间传播，防范和化解风险比封闭经济中更为复杂；另一方面，随着经济总量的增长及在全球体系中地位的相对提升，必然要相应地承担更大的国际责任。这两方面均需要巨额外汇储备做后盾。因此，重投资与贸易顺差（并依此积累外汇储备）是特定发展阶段的要求。可喜的是，中国在不太长的时期内就（超预期地）实现了这些目标：中国在2006年就超越日本成为全球外汇储备最大的国家，到2013年底，中国持有的外汇储备总量达38877亿美元，占到全球外汇储备总量的50%左右。

但在经济总量和人均产出都出现了从量到质的变化之后，依然坚持过去那种重投资与顺差、轻消费的总需求政策，会反过来制约中国经济的稳定增长。且不说贸易顺差的持续扩张会引起国家间的经济摩擦时有发生，单论投资驱动的经济增长本身，不仅会造成资本浪费，资本使用效率低下，也会造成企业和地方政府杠杆率的上升，加剧了潜在金融风险。当前，人们讨论得最多的中国潜在金融风险，均与过去投资主导下的企业和地方政府大规模债务扩张脱不了干系。全球经济再平衡过程，将迫使中国寻求新的总需求的内部平衡，其要义则在于重建投资与消费、储蓄与投资之间的新关系。

2014年7月29日政治局会议对“投资的关键作用”、“消费的基础作用”的表述，实则从根本上界定了内部平衡重建过程中的投资与消费之间的新关系、界定了新常态下消费与投资在经济增长中的相对地位。做出这样的定位是因为，依赖于过高的投资率驱动的经济增长模式越来越不可持续了，中国经济的均衡增长，亟待提高消费对增长的贡献。质言之，消费的基础性作用没有夯实，投资也难以持续地发挥其“关键作用”，因为失去消费市场支持的投资，终将导致无法及时有效地回收投资，更谈不上投资获得稳定的预期回报了。

尽管如此，国内还是有学者特别不赞同中国从投资拉动型增长转向消费拉动型增长。其理由是，以消费来带动增长，意味着每年都要增加消费，若劳动生产率和收入不提高，要刺激消费就需要举债，举债多了就会爆发危机。这种看似有理的论调，忽略了中国经济的基本事实，是不利于新常态下调整总需求结构的宏观经济政策取向的。

首先，中国消费率一度下降到了不足50%的罕见水平，超过50%的储蓄率和接近50%的投资率本身表明，在一定范围内，投资率和消费率之间具有一定的跷跷板效应，即投资率的下降对应着消费率的上升。这表明，旧常态中失衡的储蓄与投资、消费与投资之间的关系，自身就为新常态下提高消费对经济增长的贡献、降低增长对投资的依赖，提供了可能性和极大的空间。

其次，消费增长要依赖于收入增长这是没错的，但（居民）收入增长既可通过经济总量的增长来实现，也可通过合理地调整、改善国民收入分配结构来实现。中国的现实恰恰就在于，旧常态下，居民部门所得占国民收入之比已经下降到了一个较不合理的水平，即国民收入分配结构的扭曲，是造成旧常态下消费被抑制的重要原因之一。这表明，国民收入分配结构的调整是实现中国总需求结构调整的可行途径之一。

第三，至于消费的增长会导致债务膨胀到爆发金融危机之说，更是颠倒了过去金融风险的是非根源。合理举债是家庭平滑生命期内收入及提高效用的机制，而中国目前家庭债务与GDP之比不足25%，也充分表明，中国家庭部门的债务或杠杆率，其实还有相当大的提升空间。倒是中国过去主要依赖于投资主导的经济增长，使得中国企业部门的杠杆率，在危机后本应去杠杆化的潮流中反而大幅度地上升了，它们是现在银行体系不良率大幅上升和潜在金融风险的最大贡献者。

因此，增加最终消费在经济总量均衡及其经济增长中的作用，是新常态下总需求结构调整的必然要求。合理的消费增长不仅不会加剧金融风险，反而还因消费品市场的扩大降低了企业的非意愿存货，加快了企

业的资金周转率，使企业原来沉淀的资金流动起来、活跃起来，并进而降低企业的负债率和金融风险。那么，在新常态下，该如何实现总需求结构的这一调整呢？这首先需要完善国民收入分配结构，在居民部门所得占GDP之比没有上升到合理水平之前，居民收入增长率适度地高于经济增长率。为实现国民收入分配结构的变化和提高居民收入水平，可以增加劳动者工资收入，调整税收结构，增加居民的财产性收入。另外就是完善社会保障体系，支持中低收入者消费水平的合理增长，促进其消费结构的升级。最后，房地产价格的相对稳定对增加消费也是必要的，高房价会对消费造成挤出效应。旧常态下消费占总需求之比不断下降，就是伴随着房价持续上涨的过程。总之，要让消费发挥稳增长的基础性作用，就应当“顺应居民消费结构升级趋势，完善消费政策，改善消费环境，不断释放消费潜力”。

中国总需求结构的调整，建立投资与消费之间的相对平衡关系，并非要以强调国内消费而完全否定投资的作用。即便是在美国这样技术创新占主导的国家，资本形成对经济增长依然至关重要，更别说像中国这样一直依赖于投资驱动增长模式的国家了。有效而稳定的投资，不仅是稳增长的需要，也是结构调整的需要，更是防风险和惠民生的需要。即便如此，即便投资依然“关键”，但也要从过去那种强调投资“量”的增长，转变到强调投资效率的增长这种新型投资驱动的轨道上来，实现投资结构的优化。

所谓有效投资，就是为达到满足最终消费的既定产出而使资本投资最小化的投资，是实现国民经济平衡增长的投资。要实现有效投资，不仅要改变过去那种一遇经济增长率下降就急急忙忙地“大、赶、快、上”的急躁心态和投资量的粗放增长，而且，最重要的是改变投资结构。有效投资，一方面要避免各类投资主体为追求短、平、快而对某些行业的投资一哄而上，造成投资的集体非理性行为；另一方面，就是要使资本成本、风险对投资决策形成硬约束。从这个角度看，要使中国的投资更加有效，当首先进一步优化中国投资主体结构，通过简政放权、

对内更加开放的金融市场扩大民间投资，减少国有企业在竞争性领域的投资。国有企业素有“软预算约束”的积弊，它们过多地介入竞争性行业的投资，会扭曲市场对投资风险与收益的评价，在微观上还会挤压民间投资的资本可得性，提高民间投资的资本成本，且由此在宏观上降低了投资的总体效率。应当说，新世纪以来，中国投资主体结构已发生了非常积极的变化。统计数据显示，2004年的城镇固定资产投资完成额中，民间投资所占的比重仅为30.44%，2012年该比重已上升到了60.15%。但来自包括政府投资在内的非民间投资依然占40%左右，尤其是在一些领域，如房地产市场，具有软预算约束的国有企业频频摘得“地王”的桂冠，给政府稳定房地产市场的宏观调控带来极大的挑战。因此，中国投资主体的市场化，仍有很大的提升空间。

投资结构调整的另一个方面是从注重基础设施的投资转向充分重视更新改造投资。过去，中国经济虽然过度依赖于投资增长，但那也主要是指修路、架桥、盖房等基础设施的投资，真正用于改造企业生产技术的设备投资所占比重却相当低，而后者对提高企业的生产效率至关重要。据统计，2014年6月，建筑安装工程投资占全部固定投资的比重达68.6%，用于设备机器购置等方面的投资不足20%。李扬教授曾一针见血地指出：“在推动经济增长由要素投入驱动转向技术进步或全要素生产率驱动的过程中，迫切需要加大企业更新和技术改造升级的力度……通过加速折旧的方法，内在地调动企业设备投资和更新改造的积极性。”尤其是，在以3D打印、工业机器人为代表的智能化、自动化的第三次工业革命浪潮中，中国的投资结构是否能够从过度注重基础设施投资转向充分注重设备与更新改造投资，对中国经济能否抓住新兴技术革命的历史机遇，实现十八大所确立的经济社会宏伟目标，具有重要的影响。

有效投资还要求投资的目的从“为增长而投资”转向“为消费而投资、为民生而投资”。只有“为消费而投资”形成的产能，才能找到适销对路的市场，能够形成生产、收入与消费之间的顺畅流转，投资形成的

产能才能更好地满足人们的物质文化需要，也才能更好地发挥消费在“稳增长”中的基础性作用。只有“为民生而投资”，才能够弥补市场机制在资源配置中的不足，让那些通过市场价格机制被排斥在某些市场之外的老百姓，享受到适当的经济社会发展的成果；也只有形成“为民生而投资”，才能使企业在生产过程中形成的废气、废水、废料等具有严重负外部性的因素成本内部化，缓解工业化过程中的环境压力。

总之，总需求结构的调整，在降低经济增长对投资总量的过度依赖的同时，还需要积极地、多方面地调整投资结构，唯有如此，才能真正推动形成有效投资。

国民收入分配结构调整是民心所向

经济的均衡增长，需要有均衡的国民收入分配结构；反过来，经济的非均衡增长，往往伴随着被扭曲的收入分配结构。旧常态下，中国国民收入分配结构的扭曲性特征，从不同侧面均有明显的表现。在宏观上表现为居民部门所得占GDP的比重不断下降，而政府和企业所得占GDP的份额明显上升。在微观上表现为居民间的收入分配差距不断扩大、行业（部门）间的从业者收入水平悬殊。例如，城乡居民人均年收入之比，从1996年的1.726上升到了2009年的2.65；全国基尼系数从1982年的0.30上升到2002年的0.454，2008年又上升到了0.491，近年来全国基尼系数虽然略有下降，但在2013年仍达0.473。旧常态下被扭曲的国民收入结构，导致了与之对应的扭曲的宏观经济均衡机制，这也是旧常态下的非均衡增长难以持续的重要根源之一。

新常态下储蓄与投资关系的调整、总需求结构的调整、新常态下的“惠民生”与实现“包容性增长”等，在一定程度上，都需要在保持适度经济增长的前提下，依赖于国民收入分配结构调整来实现。否则，要么稳增长更困难，要么会更扭曲投资与消费之间的失衡，调结构的其他宏

观方面终将难以实现，防风险更为艰巨，惠民生也更遥远。国民收入分配结构的调整无疑涉及诸多方面，限于篇幅，这里只简要讨论改善居民部门、企业部门与政府部门之间的收入分配关系。

国民收入分配结构的调整，应当进一步完善按资本、劳动、技术和管理等要素的边际贡献参与分配的原则，初次分配与再分配相协调，在初次分配中更好地体现效率优先的原则，发挥初次分配的激励机制，在再分配中则更好地达到公平的目的，从而在国民收入分配结构中真正做到效率与公平兼顾。

具体地，改善国民收入分配结构，在宏观上首先就是要提高被压抑的居民所得，在可持续的经济增长中，提高居民部门所得占国民收入分配的比重。党的十七大就已经明确提出："提高劳动者报酬和居民收入在GDP中的占比"。近年来，居民部门所得占国民收入的比重略有上升，出现了积极改善的势头，但仍有很大的调整空间。国民收入分配结构的调整，首先是提高劳动者的工资收入和智力报偿。有人担心，劳动者收入提高会导致资本对劳动的替代，导致失业增加，并不能从根本上改变居民所得占比下降的事实。过去讨论各地方政府设置最低工资收入时，就有一些人担心这会导致失业增加。近年来，随着中国劳动力成本的上升，一些代工厂从中国向东南亚的转移，更是加剧了一些人对中国传统以低工资取得的国际产业竞争力的担忧。在以3D打印和工业机器人为代表的第三次工业革命背景下，资本对劳动的替代会更加突出。先人早就指出过，随着技术进步，工人就业的竞争并不是人与人之间的竞争，而是工人与机器之间的竞争。但是，在过去200多年里，尽管技术日新月异，生产过程日益自动化、信息化，但全球的失业率并没有出现趋势性的大幅上升。这就是因为，技术进步本身会创造新的就业机会，而且由于新技术行业具有更高的生产率，新技术行业工人的工资水平一般会高于传统行业的收入水平。历史经验表明，技术进步、劳动者收入提高，并不能完全导致资本替代劳动。

其次，降低企业部门所得、增加居民部门所得的另一项措施就是，提高居民的财产性收入。居民部门的财产性收入包括资本利得及其孳息收入。但资本利得（因资产价格上涨而得利）并不构成国民收入的一部分，因此，资本利得增加并不会提高居民部门所得占比。鉴于此，增加居民资本孳息收入是提高居民财产性收入的重要途径。如何提高居民金融资产的孳息收入呢？这就要求：（1）进一步推进中国利率市场化进程，切实改变以利率抑制手段让广大存款者为银行机构提供补贴的状况，应该让居民存款得到更为合理的利息回报。（2）进一步发展和深化银行存款的替代性金融资产，不仅可以实现居民更多元化的资产组合，而且由于其市场化的收益率，在增加居民财产性收入的同时，还会倒逼原本受管制的资产孳息的市场化。（3）适当提高成熟上市公司（尤其是包括金融机构在内的巨无霸的央企）的分红，以充实社会保险保障基金。2003年，监管当局曾将上市公司的再融资与分红挂钩，即再融资必须满足的前提之一就是，此前三年每年都有分红。2013年又进一步细分了强制分红的政策。虽然一刀切的强制分红引起了巨大争议，但对那些依靠行业垄断地位或政府行政管制而创造巨大租金机会，且有巨额利润的央企而言，强制提高现金分红比例以补充社保基金，仍不失为一个可选的政策。

第三，适度降低政府部门所得占比以提高居民部门所得占比，对改善国民收入分配结构也至关重要。这可以从几方面考虑：（1）继续在经济平稳增长的前提下，不断调整居民所得税税率及起征点，实行以家庭为计税依据的个人所得税制，使所得税税负更加公平；同时，还可考虑在计算所得税税基时，扣减某些负债项的偿还额，如住房抵押贷款、助学贷款的偿还额。（2）增加政府对居民部门的转移支付，尤其是社会保障与福利方面的转移支付。根据白重恩和钱震杰2009年的研究，中国社保缴费率远高于世界其他国家，增加了劳动者的实际税负；但中国社保的覆盖率却较低，社保缴费总额及其福利支出与GDP之比都低于全球平均水平。因此，增加政府对居民部门（尤其是社保与福利）的转移支付，既可以相对地改善居民部门在国民收入中的分配关系，也可以改

善居民间的收入分配差距，具有宏观与微观的“一石二鸟”之功效。

第4章 去库存与经济新均衡

本章导读

合理的库存有助于经济稳定运行，因为存货具有便利生产和稳定生产的功能。但非意愿库存大幅增长，是对经济均衡的严重扰动，会加剧经济波动。去库存，是经济寻求新均衡的过程。

中国遭受库存之苦并不是近几年才发生的事。上次通货紧缩时的库存压力主要集中在可贸易的制造业。经济新常态下的高库存，与第一次面临制造业过剩的非意愿库存不同，主要集中在以房地产业为代表的不可贸易品部门，无法通过国际市场的拓展来加以消化。

经济新常态中新均衡的确立、投资与增长活力的再现，要取决于房地产去库存。但房地产库存给“稳增长”带上了魔咒。房地产业受制于高库存而难以勃兴，高库存不仅压制房地产投资，使与之高度关联的上下游产业需求不振，也拖累了政府“稳增长”的成效，“土地财政”因房地产高库存而摇摇欲坠；金融资产质量下降，金融风险增加，企业实际利率因此而攀升。

房地产去库存的途径多样，但不同的去库存方式对“稳增长”、对房地产开发企业的激励、对金融体系稳定的影响都截然不同，既需要着眼于短期，又需要立足于房地产业和中国城镇化的长远目标，立体化、综合化地选择和利用。房地产开发企业主动地压缩投资，减少市场供给；应当发挥价格在房地产业去库存中的调节作用；适度宽松货币政策与积极财政政策有利于房地产业去库存；地方政府放松对房地产市场需求的行政管制，有助于释放房地产市场需求。同时，政府“托底”的社

会政策会使房地产业去库存化远远快于单纯市场价格机制的均衡调整过程，不过，应同时发挥市场机制必要的惩戒作用。

对于像美国这样创新驱动型的国家而言，房地产市场仍是影响其经济增长的重要行业之一。对中国而言，房地产市场的健康发展对增长的重要性，更是不言而喻。在经历住房制度改革集中释放存量需求之后，中国的房地产市场将进入增量需求驱动的新时期。在此背景下，新型城镇化，促进不同层次的城市间相对平衡发展，有利于房地产业的健康发展。

计划经济的重要特征是短缺，而过剩则一般是市场经济的常态。过剩意味着非意愿存货增加，它可能造成物价持续下行和通货紧缩的压力。中国改革开放后宏观经济运行遭遇的非意愿存货上升之苦，就已有过两次。一次发生在亚洲金融危机时期，另一次就是现在正面临的高库存的现实压力。不过，这一次的高库存与上一次的库存压力截然不同，因此，解决高库存和过量非意愿存货的途径就有很大差别。

经济新常态下高库存的特征

合理的库存有助于经济的稳定运行，因为存货具有便利生产和稳定生产的功能，可以使厂商以稳定的速度节省成本。但非意愿库存的大幅增长，不仅会占用大量的货币资本，加重生产者的财务负担，而且，它意味着形成非意愿存货的库存商品，没能及时实现“从商品到货币的惊险一跃”，货币资本与机能资本之间的循环流转出现了中断。它影响的不仅仅是拥有高非意愿存货的正常生产，也会严重地影响整个社会的再生产过程，它是对经济均衡的扰动，加剧经济的周期波动。正如斯蒂格利茨所说：“存货变化似乎是造成总支出波动的重要因素。存货看起来不是减轻了经济的波动，而是使它加重。”因此，将库存降至较合理的水平，就是经济寻求新的均衡过程。

中国遭受库存之苦并不是近几年才发生的事。早在1997年，中国就出现过买方市场时期，并伴随着通货紧缩。从计划经济下的短缺走向了市场经济下的过剩，显得有些突然，也让政策制定者略显措手不及。不过，那时的库存主要集中在制造业，是可贸易品。随着中国加入WTO，那些曾经遭受库存之苦的企业突然间面向了更加广阔的全球市场，市场深度和范围的扩大，使这些企业很快就实现了去库存的目的。这为中国迈入新世纪之后十年左右的高增长创造了极为有利的条件，增长的机器在没有高库存之压下轻装上阵，带动中国不仅一跃成为全球第二大经济体，也使中国成为全球重要的增长极。

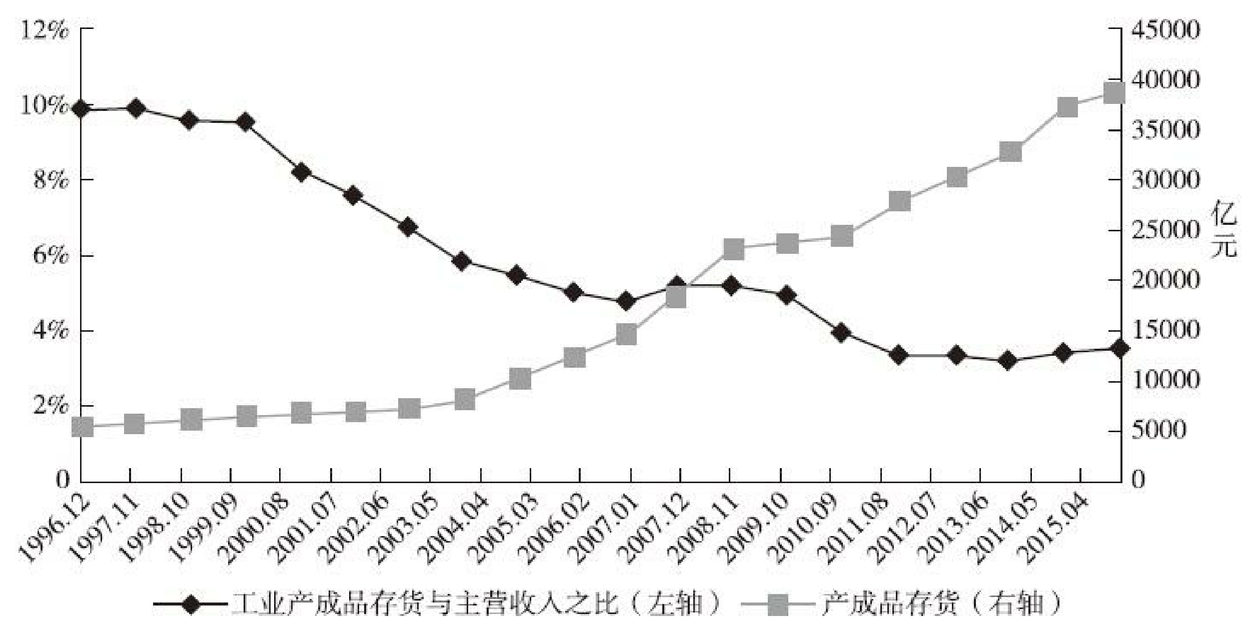


图4.1 工业企业产成品存货与主营收入之比

资料来源：根据Wind整理

不过，当下经济新常态下的高库存，与第一次面临制造业过剩的非意愿库存有较大的差异。具体地说，那时的库存主要是可贸易品的非意愿存货增加，如今的库存主要集中在不可贸易品，以房地产业的库存积压为重。从图4.1中可以看出，过去中国工业产成品的存货总额虽然在不断增长，但它与工业主营收入之比却在不断下降。即便进入经济新常态，需求不振，该比率却一直保持相对较低的水平，2011年至2015年就

一直低于4%，还不足1996年至1998年的一半。因此，可以说，尽管现在某些行业也有高库存之忧，但就制造业整体而言，库存压力远远低于上一次的通货紧缩时期。

这并不是说，中国没有库存之忧，只不过是引起宏观经济周期波动的库存从可贸易的制造业转移到了不可贸易的房地产业。2012年以来全国商品房待售面积就一直呈不断上升的趋势，截至2015年末，全国待售商品房面积突破了7亿平方米，达71853亿元，较2014年底的62169万平方米增加了9684万平方米，其中住宅待售面积45248万平方米，较2014年底增加了4564万平方米。随着库存总量上升，商品房待售面积与当年实现的销售面积之比也在不断上升，2015年末，该比率上升至55.9%，较2011年上升了30余个百分点（图4.2）。经历过去几年房地产的投资狂潮之后，房地产库存大增，而高房价严重抑制了有效需求的增长，人口结构变化等因素又造成潜在需求的放缓，这使得中国房地产市场进入买方市场时代。

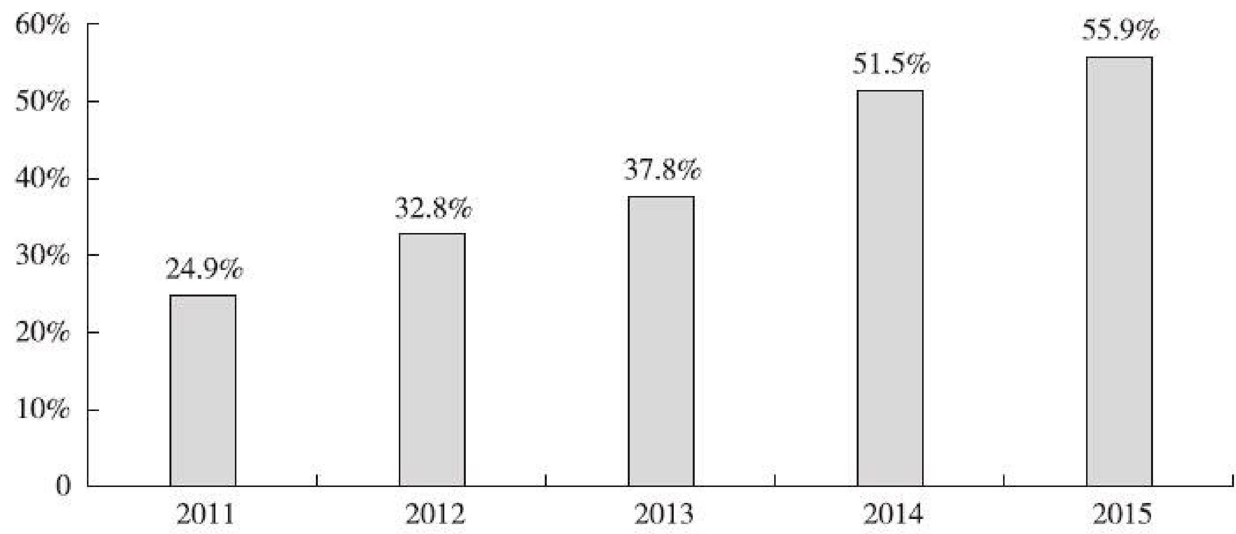


图4.2 待售商品房面积与当年销售面积之比

资料来源：根据Wind整理

房地产去库存牵动了政府的心。2015年11月，习近平总书记在中央

财经领导小组第十一次会议上强调，要化解房地产库存，促进房地产业持续发展。2015年4月30日的政治局会议指出，要建立房地产健康发展的长效机制。所有这些说明，中国房地产库存达到了前所未有的水平，以至于拖累了宏观经济的整体运行，甚至令政府担心，应对不当，还极有可能妨碍全面建成小康社会宏伟目标的实现，影响未来的发展甚至改革的进程。是故，2015年以来，面对日益加重的房地产库存，无论是总理的《政府工作报告》，还是政治局会议，都数次强调，要稳定住房消费。可见，房地产去库存成为政府最重要的经济工作之一，在很大程度上，经济新常态要焕发新的投资与增长活力，维系于房地产库存能否降至一个合理水平。

“稳增长”遭遇房地产高库存

房地产库存持续上升，是过去若干年中过度投资、房价过快上涨抑制有效需求的结果，它是房地产寻求新的均衡的外在表现之一。但需注意的是，高库存对我国经济产生了一系列影响。为什么2014年以来政府采取了多方面的“稳增长”政策，经济增长率却在不断下降，2009年政府刺激需求的措施却收到了立竿见影的效果？重要原因之一就在于，过去的房地产库存较轻，现在高房地产库存给“稳增长”施了魔咒，形成了房地产库存综合征。

第一，房地产业受制于高库存而难以勃兴。不断增长的库存加大了开发商资金回笼的压力。2014年下半年以来，现房销售占比明显上升，期房销售占比下降，这一变化对房地产企业的“资金链”造成了较大的冲击。截至2015年末，房地产开发投资资金来源总额为125203亿元，较2014年同期增长2.6%，而在2013年末时，其增长率还高达26.5%。尽管得益于2015年全国部分城市的房价上涨，“其他资金来源”（包括定金及预付款和住房抵押贷款）增加了7.5%，但定金及预付款曾在2014年就已经大幅下降，定金及预付款总计为30238亿元，比2013年下降12.4%。应

当说，在央行不断降低利率和法定存款准备金率的货币环境里，2015年房地产开发企业的销售端有所好转，无论是销售面积还是销售额都有积极变化，房地产企业的现金流也有所改善，来自定金与预付款、住房抵押贷款的资金来源明显回升。但也要看到，外资正大规模地从中国房地产投资中撤离，2015年底房地产开发中利用外资增长率为-53.6%，且仍有加速撤离的迹象。同时，房地产企业仍然极大地依赖于来自筹资活动的现金流，在2015年发行的公司债券中，房地产企业发行的债券就占据了相当大的比重。

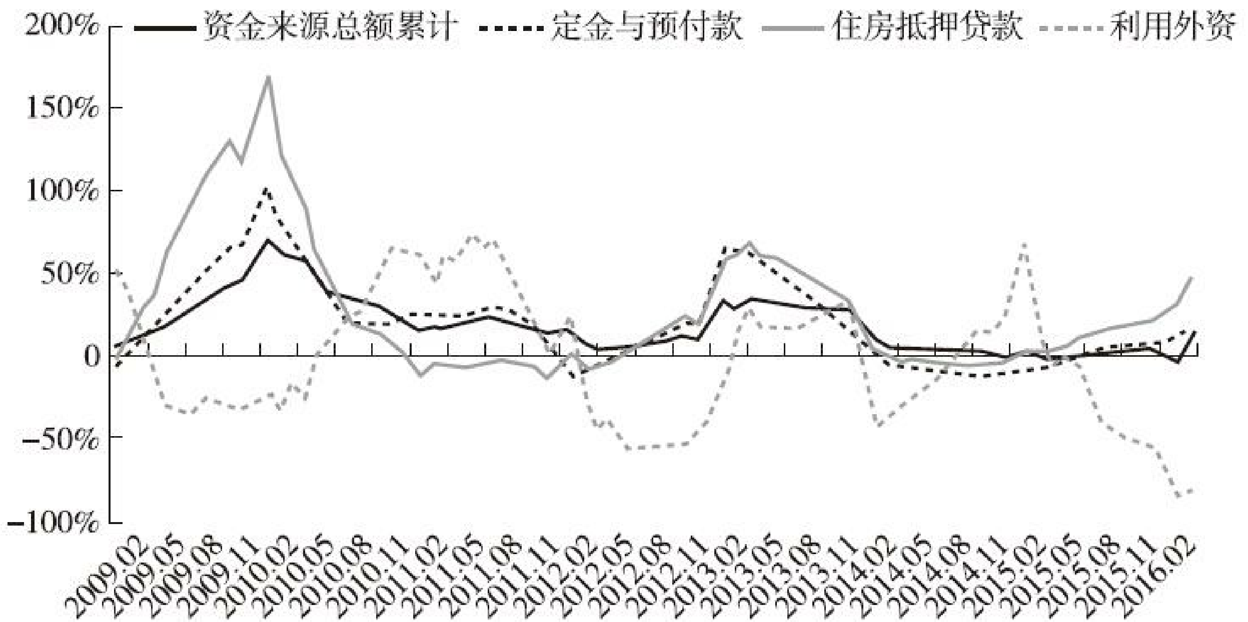


图4.3 房地产开发资金来源及定金与预付款累计同比

资料来源：根据Wind整理

依赖于筹资活动产生现金流，房地产业的杠杆率保持在较高水平。2001年以来，中国房地产业的资产负债率总体上就不断上升，在去杠杆化成为化解宏观金融风险的必要路径之时，房地产业的资产负债率却居高不下，一直保持在75%左右。高杠杆化特征使得房地产行业的风险对资产收益率的变化极为敏感，若资产收益率低于负债的成本率，房地产企业就会陷入亏损。随着非意愿库存上升，房地产企业净利润率和净资产收益率均一度出现下降趋势。在过去房地产繁荣的时期，许多亏损的

上市企业为了“保壳”而纷纷想方设法注入“优质”的房地产资产，如今在高库存的压力下，房地产资产反而成为烫手山芋。

第二，房地产业具有极高的产业关联性，高库存不仅压制房地产投资，也加剧了经济的下行压力，拖累了政府“稳增长”的成效。新世纪以来最初十余年里，中国经济对房地产业的依赖度不断加深，经济增长率有1—1.5个百分点来自房地产投资。反过来，房地产业下行也会直接拖累经济增长。对以投资驱动为主的中国而言，经济增长的高低在相当程度上维系于房地产投资增长，具有明显的房地产化的特征。说房地产绑架了中国经济，有其恰如其分之处。

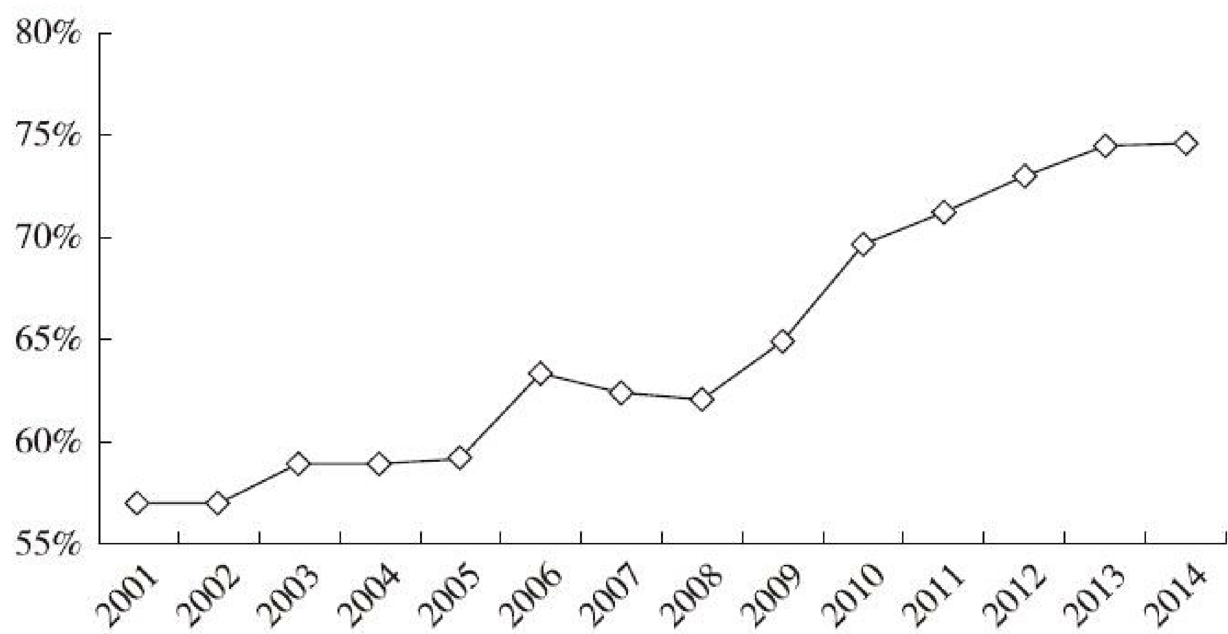


图4.4 房地产业（上市公司）资产负债率

资料来源：根据Wind整理

房地产的高产业关联性，使它对国民经济的影响可谓是“牵一发而动全身”。当房地产陷于高库存与投资萎靡之时，其他相关行业也遭受池鱼之殃。2015年钢铁行业的全国高炉开工率不足80%，浮法玻璃生产线的开工率不足65%。所谓“产能过剩”，集中表现在此类行业大量的资本设备闲置，盖因房地产需求不振而使钢铁、玻璃的市场极度萎缩。在

设备利用率严重不足时，即便未来总需求端有所回暖、非意愿存货下降，企业也会首先利用原本被闲置的设备，而不是增加新的设备投资。在此状况下，我们可以判断，很难再依赖投资来拉动经济增长了。

第三，房地产高库存击垮“土地财政”。新世纪以来，房地产市场快速发展极大地改变了我国地方政府的财政收入结构，乃至有“土地财政”之说。高房价与高土地出让金使诸多地方政府过了几年“阔绰”日子。然而，高房地产库存使“土地财政”风光不再，开发商土地购置面积下降使地方政府愈显囊中羞涩。据财政部统计，2015年全国土地出让收入33657.73亿元，同比下降21.6%。相应地，土地出让金占地方财政收入的比重从2013年的接近60%快速下降至2015年的约40.55%。靠“地”吃饭的地方财政已不可维系，地方政府偿债无落，不得不通过中央政府撮合、安排实施债务置换。土地财政不可持续是房地产市场格局变化的必然结果。从积极意义上说，它是实现国家治理体系现代化的必然要求，打破“土地财政”可以倒逼地方政府寻求更加可持续性的财政收入结构，也有利于缓解“与民争地”的紧张关系。但它对地方财政的紧缩效应不容小觑。过去，中国经济增长在相当程度上得益于地区间竞争，土地财政为地区竞争驱动的增长提供了必要的财力支持。然而，土地财政下降使地方政府投资马达哑然熄火。正因如此，尽管2015年以来实施了“有力度的积极财政政策”，但土地财政枯竭使地方投资“无米下锅”，地方财政支出的净效应未达到政府所企盼的“积极之效”。

第四，房地产高库存使金融资产质量下降，金融风险增加，过去“赚钱赚得都不好意思”的银行业已在“囧途”。在房地产价格相对稳定或不断上涨的市场行情中，房地产具有良好的抵押品属性。新千年来，中国信贷扩张就得益于房地产市场曾经的繁荣。正所谓“成也萧何败也萧何”，房地产的高库存及随之而来的价格下跌带给银行业的后遗症正逐步暴露出来。过去十多年里，随着房地产市场快速发展和价格高涨，中国不仅地方财政土地化，金融活动也高度地产化。除银行发放的房地产贷款占全部信贷余额的比重超过20%之外，有多少信贷资产是以房地

产为抵押品而发放的就难以统计了。一旦房地产存库增加使房价下跌，以房地产作为抵押品的金融活动，其面临的信息不对称后果就会凸现。2011年以来，我国银行业不良贷款率和不良贷款额持续上升。2015年末，国内银行的不良额已达到12744亿元，较2011年9月末的4078亿元大幅增长8000多亿元；相应地，不良贷款率也已达到了1.67%。实际上，在那些产能过剩的行业，不良率甚至可能高到难以想象的水平。若没有对地方政府的巨额债务置换，银行业不良率会比公布的高得多。总之，过去几年里，银行业不良率上升的过程，就一直伴随着房地产库存的大幅增加。“十三五”期间，政府面临的一个重要任务，就是妥善地处置房地产库存积累产生的日益庞大的银行不良贷款。

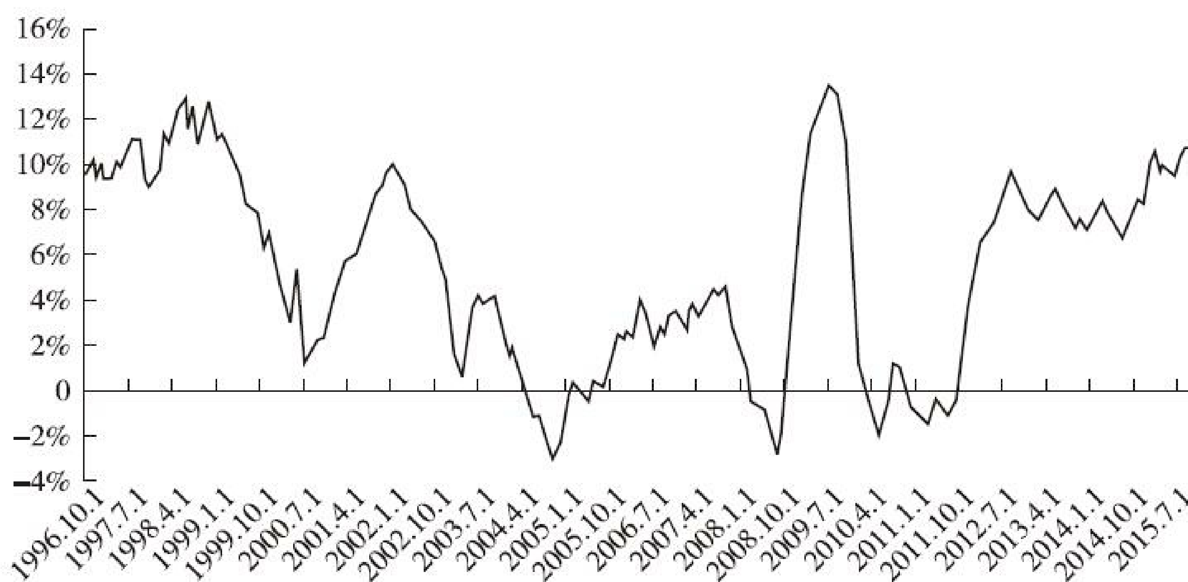


图4.5 中国企业负债的高实际利率

资料来源：根据Wind整理

第五，房地产高库存提高了企业的实际利率。房地产业还通过抵押品和资产负债表渠道影响企业借款的实际利率（融资成本）。房地产不同于其他行业之处主要在于，它是融资中必不可少的抵押品，健康而繁荣的房地产市场弱化了融资中的信息不对称风险，有利于降低企业的外部融资溢价和实际利率。但抵押品市场高库存、价格下跌或上涨难以持

续时，其所能发挥的积极作用就会减弱。是故，房地产投资和价格下降时，往往会出现银行信贷收缩。房地产会通过资产负债表效应影响企业或居民的投资与消费，影响其所能获得的外部融资的期限、数量和条件。当房地产价格下行引发企业资产负债表恶化时，银行就会不断紧缩信贷，企业则会被动地减少投资，对产出造成负面影响。尽管政府近年来一直强调要解决“融资难、融资贵”，尽管央行在2015年连续降低了贷款基准利率，但企业融资的实际利率一直居高不下（如图4.5所示），就反映了经济下行中，房地产高库存所造成的外部融资溢价上升。

房地产如何去库存？

房地产高库存拖累了“稳增长”的效果，要实现“十三五”期间增长率6.5%的底线，需要房地产业的稳定发展。但如今，高库存使房地产业背上了沉重的包袱，去库存化、卸包袱将是房地产投资企稳回升、助力稳增长的重要条件。理论上说，房地产去库存的途径是多样的，既有被动的去库存，也有主动的出去库。不同的去库存方式对“稳增长”、对房地产开发企业的激励、对金融体系稳定的影响都截然不同，因此，既需要着眼于短期，又需要立足于房地产业和中国城镇化的长远目标，立体化、综合化地选择和利用。

第一，房地产开发企业主动地压缩投资，减少市场供给。对开发企业而言，去库存化的重要途径之一，就是根据市场需求变化压缩房地产投资，就像其他制造业减少设备投资或降低设备利用率一样。2010年以来，随着房地产库存的上升，房地产开发投资增长率一直在下降，开发投资完成额增长率在2010年达到了38%，到2015年10月份，投资增长率就已下降到2%左右，至2015年末又进一步下降至1%，这是一个相当低的投资增长率，险些落入负增长的区间。

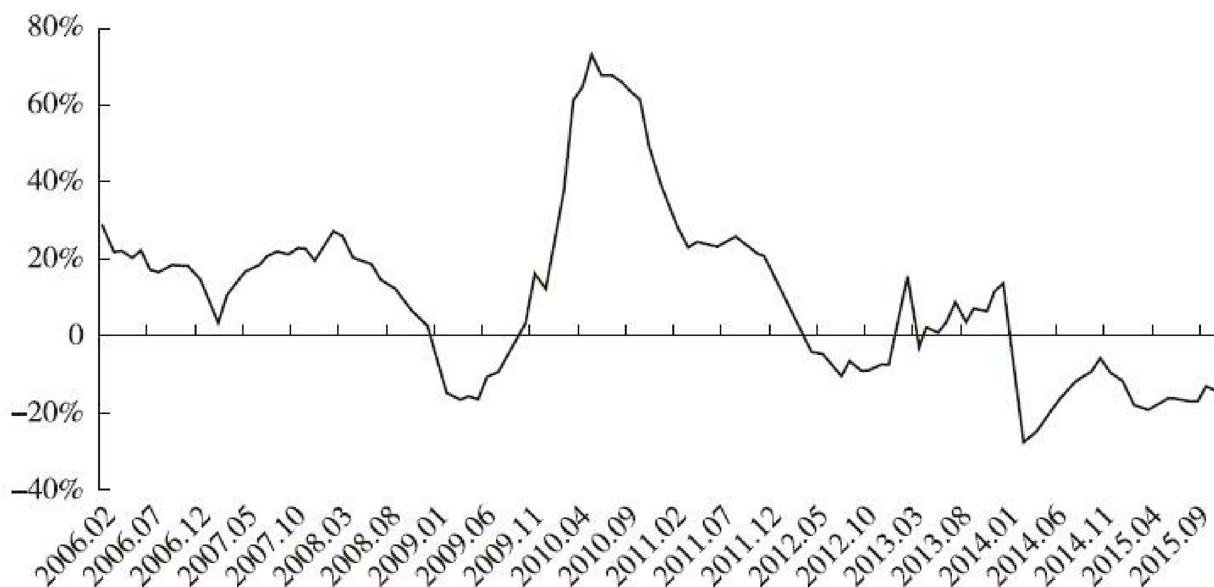


图4.6 房地产新开工面积增长率

资料来源：根据Wind整理

更准确地讲，计划投资对未来的库存影响更大，因为已完成的房地产投资可能通过预售等方式已经实现了“从商品到货币的惊险一跃”，计划投资则是未来潜在的供给，需要准备“惊险一跃”。在房地产库存相对较低的2010年和2011年初，计划投资增长率一直保持在近40%的高水平，形成了市场大量的后续新增供给。新开工房产陆续入市，在房价高涨抑制了有效需求的作用下，造成了随后库存大幅增加。因此，开发商去库存的途径之一是主动地压缩计划投资。实际上，到2015年12月，计划投资的增长率下降到了8.9%，较2012年2月份峰值时的42.7%下降了30余个百分点。总之，开发商压缩投资增长率是去库存的基本途径之一。

第二，价格是实现经济均衡的基本机制，房地产去库存应当发挥价格在供需关系中的调节作用。近年来，价格在房地产去库存中发挥了重要作用，但并不完全。由于房地产兼具消费品与投资品属性，房地产价格就很不同于一般消费品的价格调整。房地产价格与需求之间可能存在正反馈机制，导致房地产价格与需求各自的反身性。例如，一旦居民形

成了房价将继续上涨的预期，即便之前已有较大涨幅，房价的上涨还是会带动需求增加，房价进一步上涨，这时，房价上涨就成了“房价上涨”的原因和结果；反之，则反是。2013年第四季度后，70个大中城市新建住宅价格同比增长率一直呈下降之势，尤其是在2014年9月后的数月里，该指数一直负增长。按理说，房价下跌会刺激有效需求，是化解库存最基本的市场机制，但一旦形成房价下跌的预期，就可能加重买方的观望情绪，反而会加剧库存。这是价格在去库存中的局限性。鉴于此，打消对房地产价格下降的预期，可能对去库存有重要作用。当然，这并不意味着，需要让房价步入新的上升周期和提高居民的房价上涨预期，毕竟，中国的房价收入比已经处于奇高的水平。

压缩投资和降价固然在房地产去库存中具有重要作用，但它带来的负面影响恰恰是政府不愿意看到的。压缩房地产投资意味着增长率的损失，价格大幅下跌会降低房地产抵押品的功能，使银行的有毒资产增加。这就告诉我们，政府在去库存中的作用同样必不可少，在房地产去库存中也需要“发挥市场的决定性作用，更好地发挥政府的作用”。

因此，第三，适度宽松货币政策与积极财政政策有利于房地产去库存。货币政策调整不仅影响房地产市场需求的可贷资金量，也直接影响房地产供需双方的借贷成本。自2014年下半年以来，除了降准和降息，央行还专门针对房地产市场进行过数次调控。降准释放了大量流动性，带动了借贷成本大幅下降。2014年第三季度末，商业银行个人住房贷款加权利率为6.96%，到2015年第三季度，该利率下降到了5.02%，2015年底又进一步降至4.7%。在专门针对房地产市场的信贷与金融政策调整方面，2014年9月，央行改变了首套房贷的认定标准，即已拥有一套住房并已结清住房抵押贷款的，再次购房申请贷款则按首套房标准适用30%的首付比率，支持商业银行通过MBS（抵押贷款证券化）和发行专项债券为抵押贷款筹措信贷资金。2015年3月30日的房贷新政中，对拥有一套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭购二套房，最低首付款比例调整为不低于40%。使用住房公积金贷款购买首套普通自住房，最低首付

20%；拥有一套住房并已结清贷款的家庭，再次申请住房公积金购房，最低首付30%。

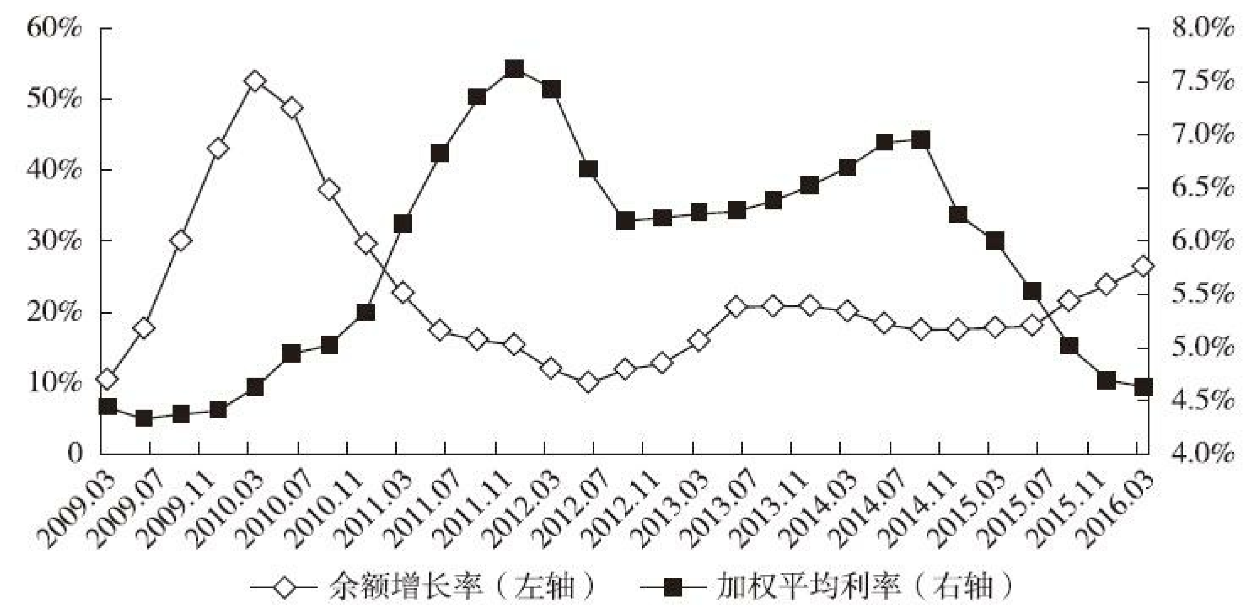


图4.7 住房抵押贷款余额增长率与贷款加权平均利率

资料来源：根据Wind整理

在财税政策方面，财政部于2015年3月30日调整了个人转让房地产的营业税政策，即个人销售购买不足两年的住房，全额征收营业税；销售购买已满两年的非普通住宅，按差额征收营业税；销售购买已满两年的普通住宅则免征营业税。最近坊间流传，住房抵押贷款利息可以抵扣个人所得税，这也不失为鼓励人们买房、消化库存的较好措施之一。

应当说，之前的货币政策与财税政策调整，提高了房地产市场的融资可得性并创造了极大的购买力，降低了房地产需求的融资成本和交易成本，它们也会对潜在购房的心理造成很大的影响，让人们积极地进入房地产市场，对释放房地产市场需求具有明显的刺激之功效。贷款利率下降和信贷可得性上升，刺激了住房抵押贷款的增长。信贷创造的购买力对房地产销售起到了积极作用。2015年以来，全国商品房销售面积和销售额均出现增长势头。2015年2月，商品房销售面积同比增长还

为-16.2%，但随后出现连续数月正增长，乃至央行乐观地表示："房地产市场回暖"了。

第四，地方政府放松对房地产市场需求的行政管制，有助于释放房地产市场需求。在2011年至2013年房价上涨期间，各地方政府均采取了限购之类的行政管控措施，这对抑制投机性购房无疑发挥了积极作用，库存迅速攀升随之而来。更何况，这样的限购一开始就诟病重重，它与中国城镇化方向背道而驰，违背了劳动力要素自由流动的原则。由于地方政府对土地财政具有高度依赖性，在房地产市场出现了政府所不期望的反向变化时，各地方政府又纷纷放弃了作为权宜之计的限购。例如，福州早在2014年8月就确定，购房人在福州买房无须提供纳税证明或缴纳社会保险证明，且将90平方米内住房的契税降至1%，90—144平方米住房的契税则降至1.5%。2015年，甘肃和安徽省住建厅先后发布促进房地产持续稳定健康发展的指导意见，原来的限购政策寿终正寝。在"稳增长"与去库存日渐迫切的当下，地方政府取消违背市场原则的限购，"知错就改"，势所必然。

由于价格本身具有一定的刚性，依靠价格调整促使库存出清的过程可能比较缓慢，更何况，2015年以来在一系列宏观政策影响下，一些城市的房价出现了上涨或下降大幅收窄，都制约了市场出清和去库存。财政货币政策刺激、地方政府取消限购等，虽具有引导住房消费的作用，但相对于庞大的库存，要让市场自发地化解库存压力，可能需要一段较长的时间。鉴于消化房地产库存较为迫切，市场似乎期盼政府更深地介入房地产市场。

因此，第五，政府"托底"的社会政策会使房地产业去库存化远远快于单纯市场价格机制的均衡调整过程。一方面是大量的库存积压，另一方面仍有许多居民有改善住房的强烈愿望。政府可通过多渠道达到既缓解或消化库存压力，又为一些较低收入人群改善住房的目的。2014年以来，政府实际上加大了支持住房消费的力度，如配合中国城镇化，放宽

户口迁移政策，城镇人口的增加将带动房地产市场需求的增长。中央政治局会议曾明确要求，推进以满足新市民为出发点的住房制度改革。但城镇化与市民化是一个较长期的过程，而消化房地产库存又显得较为迫切，因此，消化库存应有短期之道。一种可能是，政府在一定范围内回购后作为保障性住房，拓宽保障房源和租赁房源以解决高库存。2015年1月，住建部提出要大力发展住房租赁经营机构、支持房企将其持有的房源向社会出租，从租赁市场筹集公共租赁房源。同时还提出各地可以通过购买方式，把适合作为公租房或者经过改造符合公租房条件的存量商品房，转为公共租赁住房。待售面积较多的城市的一些地方政府，可回购商品房作为保障性住房。这意味着，在房地产库存持续增加而拖累投资与经济增长的时候，政府俨然可能成为房地产最大的需求者。与其他市场主体截然不同的是，政府作为买方，全然没有硬预算约束，价格、交易成本对政府的需求约束较低。有了地方政府积极入市、参与消化房地产市场非意愿库存，房地产市场去库存化的速度会远远超过单纯由价格机制调节的均衡实现过程。当然，这其中的金融安排至关重要。

需要强调的是，政府介入房地产去库存并不是大包大揽地兜底，市场机制应当发挥必要的惩戒作用。现在严重的库存压力，是过去几年里房地产过度投资的结果。一些开发商只看到当时不断上涨的房价诱惑，不对未来可能发生的逆转和后果进行充分评估就进行赌博式的投资，是造成高库存压力的重要因素。政府介入促进房地产去库存化无疑有积极的作用，但这既需要考虑政府实际的财力，又需要考虑完善开发商的长期激励机制。是故，在去库存化的过程中，让那些过度投资的开发企业承担应承担的损失，是非常必要的，否则，在房地产市场中会出现“大而不倒”，“挟库存以令政策”的机会主义行为和道德风险，这将损害中国房地产市场的长远健康乃至中国的市场机制的健全性。

去库存中的房地产未来

对中国房地产市场的未来，现在有不少悲观的预期。其主要依据之一就是人口老龄化。最质朴的解释是，再过若干年，一对小夫妻可能拥有数套房产，届时，中国房地产市场将出现严重过剩。中国房地产市场经过多年的发展极大地改善了老百姓的居住条件，到2012年，城镇人均居民建筑面积已达到32.91平方米，而1990年和1980年分别为13.7平方米和7.18平方米。这表明，房地产业的发展对改善民生功不可没。人口老龄化无疑是影响未来中国房地产业最重要的因素，但也要看到，中国仍处于城镇化的关键时期，城镇化的总体水平远远低于发达国家，大量农村人口向城市的转移会释放巨大的房地产需求。更何况，即便像北上广深这样国际化的大都市，虽然到处都有金碧辉煌的摩天大楼，但也有许多不宜居住的“城中村”和棚户区；20年前建造的住宅结构不合理，降低了居住的舒适性，城镇居民改善住宅的愿望很热切。这决定了中国未来的房地产市场还有很大的发展空间。对于拥有近14亿人口的大国而言，说过去15年左右的房地产发展就能造成永久的全面过剩，难免有武断之嫌。李克强总理在2015年的《政府工作报告》中曾说，城镇化是中国最大的内需所在，无疑是正确的论断。

对于像美国那样的创新驱动型国家而言，房地产市场仍是影响其经济增长的重要行业之一；对中国而言，房地产市场的健康发展对增长的重要性，更加不言而喻。但是，在经历住房制度改革后存量需求的集中释放之后，中国的房地产市场将进入增量需求驱动的新时期。要促进房地产市场的健康平稳发展，应当深刻地吸取库存积累的教训，克服“稳增长”的急躁病，避免为急于“稳增长”而造成房地产业再次过度投资。另外，创新驱动型的发展战略可以大幅提高劳动生产率和国民收入水平，这会比信贷创造带来的房地产需求增加更加持久。在加州的硅谷，由于集中了大量高新技术企业，即便美国经历了次贷危机，但房地产市场相对全美而言仍是健康的。

新型城镇化，促进不同层次的城市间相对平衡发展，有利于房地产业的健康发展。中国现在的房地产库存在三四线城市较严重，而一线城

市甚至还呈供不应求的局面，根源在于中国城市间的发展不平衡。在中国的城镇化进程中，潜意识里片面地强调“特大城市化”或“超大城市化”，人口越来越向大城市集中。其后果之一体现在房地产市场上，就是不同层级间的房地产市场发展不平衡，在当下则体现在不同城市的房地产库存压力不均匀、房价变化在各个城市间“冷暖不均”。在基础设施、公共服务较好的一线城市，即便在全国人口老龄化的趋势下，它们对外来人口仍具有非常大的吸引力，房价涨幅较大，市场化的去库存较快。在公共服务相对较差的三四线城市，由于人口向大城市的集中，房地产需求相对较弱，去库存“压力山大”。中国不同层次的城市均衡发展，不仅对化解目前的房地产库存具有重要意义，更关乎未来房地产的长远发展。2013年的中央城镇化工作会议就曾强调，要“促进大中小城市和小城镇合理分工、功能互补、协同发展”，中国房地产市场恢复健康，这是必不可少的一剂药方。

第5章 新技术革命造就经济大变局

本章导读

新一轮的技术革命主要有两个基本特征：首先是基于自动化、智能化的机器人生产；其次是基于信息技术和大数据的生产。机器人生产不仅冲击生产要素的组合方式，还将从根本上冲击现有的经济学理论与宏观经济政策。失业率或就业率不再是判断经济增长与否的良好指标，生产不再依赖于劳动力成本及工人的劳动熟练程度，因此，基于现行劳动力市场的国际分工与国际贸易体系也将被颠覆，各国为之困扰的“全球经济失衡”将由机器人参与的新一轮全球产业链重组而自动校正。

新技术革命下，企业非意愿库存的周期波动下降了，宏观经济将因此真正迈向“大缓和”时代。经济运行对政府“熨平周期波动”的需求下降了，基于现代信息技术与大数据的生产组织方式，正在埋葬政府无所不在的经济干预。那时的经济体制，将演变成为“有计划的市场经济”的新时代。不过，这里的“计划”，不是政府对企业的指令性计划，也不是指导性计划，而是企业基于订单的市场导向性计划。

技术变革是引导经济从一种常态向另一种常态转变的重要因素之一，它不仅改变着社会的生产方式，也改变着资本劳动比并进而影响着劳动力的需求和就业量，当然也影响着收入与财富的分配。当下，新的技术革命正在全球兴起和蔓延，将成为造就中国经济新常态的重要基础。基于新技术革命，一些国家纷纷抛出了不同版本的战略规划，例如，德国的“工业4.0”、中国的“中国制造：2025”。无论各国对新一轮技术革命的反应多么千差万别，都是在拥抱新技术、新产业，并被迫接受新技术革命的副产品：资源配置和生产组织方式的变革。

新一轮技术革命的两个基本特征

新一轮技术革命主要有两个基本特征。首先是基于自动化、智能化的机器人生产，其次是基于信息技术和大数据的生产。

先说基于自动化、智能化的机器人生产。本轮新技术革命的重点不仅在于生产的自动化，更在于生产的智能化。这是不同于过去技术革命最突出的特点。由于技术革命越来越智能化，因此，新技术革命的成果不只在制造业领域得到广泛应用，在服务业也正得到日益普遍的应用。机器人所取代的不是过去机器化大生产中蓝领工人的“活”，也包括现代职业白领的工作。鉴于此，布莱恩约弗森和麦卡菲在《第二次机器革命》中认为，以蒸汽机技术为标志的工业革命，突破了人类的“肌肉”极限，实现了生产力的极大飞跃，而新一轮产业革命进一步致力于大脑的拓展与延伸，是以增强人类思维能力为特征的。由于机器人具有了思维能力，它可以完全满足人类从生理到精神的一切需求，曾经的科幻正在逐渐变成现象。机器人不单单是把人类从繁重的体力劳动中解放出来，而且也把人类从诸多智力劳动中解放出来。

例如，机器人不仅可以当记者，还可以做金融分析师，撰写研究报告。写稿机器人正在改变传统的新闻与报告写作方式。美联社早在2014年就启用了机器人写稿系统。腾讯财经于2015年推出了自动化写作机器人“Dreamwriter”，新华社在2015年11月启用机器人写稿系统“快笔小新”，撰写体育赛事和财经信息方面的稿件。2016年6月，第一财经诞生了写稿王“DT稿王”，它具有“多”、“快”、“好”的特点。所谓“多”，即通过海量抓取、海量分析，其日均阅读量可突破3000万字；“快”即利用多台服务器扫描相关公告，即时分类筛选出待写新闻稿的公告，并通过后台的信息提取算法提取出公告的重要信息，阅读速度是普通人的50倍，打字速度是普通人的35倍。写稿机器人可以瞬间完成海量阅读，对上市公司的公告、财务报表、官方发布、社交平台、证券行情等信息源做海量分析。韩国开发出来的写稿机器人仅用0.3秒的时间便可完成一篇股

票市场的新闻报道，而一半以上的读者竟然分不清该报道到底是人还是机器人所写。美国自动写作技术公司“叙述软件”的首席科学家克里斯·哈蒙德甚至预测，机器人早晚会获得普利策奖。由于机器人的工作会越来越具有创造性，因此，《泰晤士报》称，机器人对于创造性工作应该享有著作权。

实际上，写稿机器人正是一种数字技术和智能写稿编程系统，用机器代替人完成实时监控信息源，利用文本解析和信息抽取技术实现自动信息抽取，采用机器学习算法，根据实时抽取的信息做出判断，输出相应的模板及规则知识库内容从而生成稿件。因此，信息技术与大数据在新技术革命及其应用中发挥着重要的作用。维克托指出，大数据时代使人类可以深入获得和使用全面、完整和系统的数据，获取过去不可能获得的知识。大数据不仅导致思维变革，还会带来商业变革和管理革命。他说：“大数据是人们获得新的认知、创造新的价值的源泉；大数据还为改变市场、组织机构以及政府与公民关系服务。”而“大数据的核心就是预测”，即，将数学算法运用到海量的数据上来，以预测事情发生的可能性。他预言，世界上许多现在单纯靠人类判断力的领域都会被计算机系统改变甚至取代，大数据为人类的生活创造了前所未有的可量化维度，并成为新发明和新服务的源泉。

基于信息技术、大数据的智能机器人生产体系正在酝酿或逐渐形成之中，并对全球生产体系产生革命性的影响。

机器人生产造就无就业的经济增长

资本是迂回生产方式。技术革命，就是迂回生产方式的革命。人类生产方式变革的历史，都是迂回生产方式变革的历史。它把工人从繁重、危险的体力劳动中解放出来，但同时也带来了技术进步的罪恶：机器对工人的排挤。卡内基的童年，就被产业革命蒙上了浓厚的阴影。他

的父母原本在苏格兰从事家庭纺织手工作坊，在机器化生产出现之前，卡氏一家的日子过得比较富足。可在珍妮纺纱机出现后，卡内基的家庭作坊便被机器化的大生产淘汰了。小卡内基被迫漂洋过海，过着背井离乡的生活。卡内基并不美好的童年，是技术进步对普通百姓不利冲击的一个缩影。马克思在论述社会化大生产时就曾说过，机器夺走了工人的饭碗；机器化大生产创造的大批失业者，又为资本主义的生产提供了产业后备军。用我们今天的话来说就是，机器化大生产创造了数量庞大的廉价剩余劳动力。因此，失业潮仿佛是技术进步天然而必然的副产品。

然而，卡内基早期的生活，并不代表技术进步对劳动力市场的总体影响。纵观自工业革命以来的全球变化，尽管技术在不断进步，自动化生产不断涌现，但无论哪个国家，并没有长期保持高失业率。虽然在经济的发展进程中经历了失业率上升的周期，但那主要是由总需求波动造成的周期现象，而不是技术进步造成的必然结果。格林斯潘曾在其自传《动荡的世界》中写道，纵观全球经济史，失业率并没有因技术进步而上升。这是因为，尽管技术进步属于“创造性破坏”，它会造成那些不能适应新技术的摩擦性失业上升，但它也会带来新的劳动力需求，且由于技术进步带动了收入和最终消费的增长，因此，在新技术冲击形成新的资本—劳动比的均衡条件下，会内生地增加对劳动力的额外需求。无论是第一次还是第二次技术革命的应用，仍然要严格地依赖于训练有素的劳动力。虽然资本雇佣劳动，但资本的生产依然要依靠劳动，因此，劳动力成本依旧是全球分工与贸易的重要经济变量。正因为如此，才有了依赖劳动力成本优势的“中国制造”之说。

然而，当下的生产技术革命，与之前工业革命对劳动力市场的影响可能截然不同，并会由此引发一系列问题。

当下的生产技术革命，集中体现为信息化、智能化的机器人生产的出现和广泛应用。机器换人将成为生产的基本趋势，这意味着，劳动力在国际产业分工中不再是重要的因素。据统计，中国已成为全球工业机

器人最大的市场，2014年，中国工业机器人销量同比增长了54%，珠三角的无人工厂正在兴起。位于东莞的长盈精密实施“机器换人”计划后，该公司80%的工序将实现无人化；其已实现的机器换人，一台机械手可以替代6—8名工人。更重要的是，机器人生产的产品，质量更高，次品率更低。这是机器换人计划的一个缩影和写照。机器换人计划正在中国这个全球制造业中心席卷开来。

毫无疑问，如果说过去的工业化把劳动力从单调、沉重的体力劳动中解放出来，那么，新技术的出现，在淘汰部分劳动力市场的同时，也创造了新的更高层次的劳动力需求。比如，会计电算化把财务人员、清算人员从繁重的“拨算盘”的账务处理中解放出来，农业机械化把农业从播种到收割等一系列沉重劳动中解放出来，不仅让工业化有了充足的农业原材料，而且也有了充足的产业后备军。过去每一次工业革命的结果，都对产业工人产生了新的需求，毕竟，任何工具（生产资料）的生产都还需要劳动力来完成，但产业组织一直有资本密集型与劳动密集型之分。只有在资本密集型的行业，技术进步导致的资本对劳动的替代才较为突出，但那些掌握了新技术的劳动力，不仅可以轻易地获得相应的饭碗，而且碗里装的也更丰盛。

但当下技术进步与此前的工业革命对劳动力市场的影响截然不同。以机器人为代表的新技术革命，将使现在的劳动密集型产业，也会变成资本密集型。传统资本密集型的钢铁企业里，将难以见到戴着安全帽在高温下劳作的工人；就连服装、鞋等一类过去的劳动密集型产品，也都将由机器人一针一线地生产。不仅在制造业出现机器替代人，就连吸纳劳动力最强的服务业，也将会大规模地出现机器换人的现象。在餐饮业，机器人服务员上菜、收盘子、洗碗，甚至还能当戴高帽子的“大厨”。在建筑业，集成建筑将使所有的建筑模块都由机器人在工厂完成。正如前文所述，在知识密集型的领域，如报道与研究报告，都出现了机器替代人的趋势。过去的技术革命并没有改变资本由劳动生产的状态，因而资本生产本身仍创造了大量的劳动力需求；而在现在的智能机

器人生产体系中，一种资本可以由另一种资本（机器人）来生产，这甚至需要人类来重新定义资本和劳动本身。这意味着，高失业率将成为机器人生产下的新常态。欧洲议会成员国委员会的报告称，机器人可能带来几乎是无限的繁荣，但机器人的发展可能导致大部分人失业，并进而破坏整个社会的福利体系，动摇整个国家的基础。

因此，马克思所说的，机器将夺走工人的饭碗，在新的工业革命中将成为“残酷”的现实。许许多多的工人与服务人员，甚至高收入行业的白领阶层都将因机器化大生产或机器化服务而被迫“下岗”，满大街都是在与机器人竞争中“败下阵来”的“无业游民”。那时，资本不再雇佣劳动，资本将雇佣资本本身，结果，劳动力在生产要素中占比下降到我们今天难以想象的水平，而资本占比则进一步上升至极高。用马克思理论的语义来表述，就是资本的技术构成将因机器人的广泛应用而大幅提高。

生产中要素构成的变化，意味着在国民收入初次分配中，资本所得占比将进一步大幅上升，这又将加剧财富的集中。在市场经济中，国民收入初次分配的基本原则就是各类要素对产出的边际贡献，在这一原则之下，劳动和资本各得其所。《21世纪资本论》指出，过去数百年间，国民收入分配的一个重要历史趋势就是，资本所得占GDP之比一直在上升。无疑地，新工业革命的深化，将强化这一趋势：收入分配将更进一步向资本集中，劳动力所得占比将进一步下降。这不仅仅是要素收入分配格局的变化，更重要的是，它将彻底冲击我们一直信奉的传统收入分配理论。智能机器人生产对收入分配带来的影响，已经引起了欧洲议会议员们的注意，他们已在讨论机器人生产体系下如何建立一个有保证的普遍基本收入体系。

在此情况下，失去工作的人们将靠什么生活？这就需要政府发挥再分配的作用。经济的市场化改革需要“小政府”，但在机器人生产并以此组织新的生产体系的环境里，当是政府在生产领域中的组织和分配资源

的功能的弱化，而在分配领域，则需要更有效率的“大政府”，政府向资本征税，再通过转移支付，“救济”被机器人挤出就业市场的人们。他们拿着政府转移支付而得到的收入，购买其所需的产品和服务，由此形成生产—收入—消费的循环流转。由于机器人不知疲倦地生产和工作，即便给它们低待遇，也不会“罢工”，社会的物质产品并不会因为人们“恶劳”而匮乏，相反，物质产品足够丰富多彩，被机器淘汰下来的工人可以过上体面的生活，有的是闲暇和轻松的心情。那时，“好逸恶劳”不再是简单的道德批判，而是变成了技术与社会进步的重要表征。人，不复是劳动力和生产者，而变成纯而又纯的消费者，消耗着由机器人不辞辛劳生产出来的各类物质产品，也享受着由机器人提供的各种优质服务，阅读着由机器人撰写的各类报道和文章或者由机器人创作的作品。

机器人生产对宏观经济政策的挑战

机器人生产不仅冲击生产要素的组合方式，还将从根本上冲击现有的经济学理论与宏观经济政策。例如，失业率或就业率不再是判断经济增长与否的良好指标；货币政策是否还要以充分就业为最终目标？在既有的经济学理论中，失业率是判断经济繁荣与衰退的重要指标。在经济高涨与繁荣期，失业率下降至低于自然率的水平；反之，在经济衰退期，失业率会高于自然率水平。货币政策就是通过调整利率水平，使得实现的失业率与自然率相当，此时，宏观经济总体也会处于均衡水平。但在机器人生产下，劳动不再是重要的生产要素，劳动力成本也将只是生产（可变）成本的极少部分，因此，失业率不再与宏观经济的波动相关。这意味着，过去解释宏观经济波动的所谓“自然失业率”理论、菲利普斯曲线、动态不一致等等，都将被扔到理论的历史垃圾桶里。届时，美联储主席及理事们，不再会为利率的调整而设定“失业率”阈值，他们也不会因就业与通胀孰先孰后的不同主张而有鹰派、鸽派之分。

同时，由于生产不再依赖于劳动力成本及工人的劳动熟练程度，因

此，基于现行劳动力市场的国际分工与国际贸易体系也将被颠覆，全球贸易量与GDP之比，将随着机器人生产的广泛利用而大幅下降。过去基于廉价劳动力的国际分工体系使得全球贸易量大幅攀升，国际分工重组及随之而来的贸易失衡，成为2008年全球金融危机之前的重要特征。这种现象被贴上了“全球经济失衡”的标签，且被认为是导致危机的重要根源。但是，2008年次贷危机以来各国为之困扰的“全球经济失衡”，将因机器人参与的新一轮全球供应链重组而自动校正，甚至可以自动地实现全球经济再平衡。以美国为代表的发达逆差国的国际收支将因机器人生产而平衡，中国过去基于大量廉价剩余劳动力的经济账户顺差终将逐渐消失。当然，也极有可能出现一个新的失衡过程，即基于机器人的资本、技术自主性及其应用率的全球经济新失衡，而不是基于劳动力成本的全球失衡。在这种失衡下，全球最优产品的贸易流向，不是从拥有“人多”的发展中经济体流向“劳动力成本高”的发达经济体，而是从拥有资本和技术优势的发达经济体流向“人多”而技术相对落后的发展中经济体，那时的失衡，将最终表现为发达经济体拥有贸易顺差，发展中经济体则拥有贸易逆差。由是观之，基于当下的贸易失衡、全球资本流动的各类国际规则也将失去它原有的意义，被媒体热炒的TPP（跨太平洋伙伴关系协定）、各种双边或多边自由贸易协定，将成为废纸一张，中国也不必为被排除在TPP之外而自寻烦恼了。

机器人生产也将冲击基于人口老龄化的经济学理论及政策实践。根据传统的经济增长模型，资本和劳动是经济增长中最重要的两种生产要素。劳动供给增长可以提高潜在增长率，反之则反是。所谓“人口红利”，其要义之一就是，充裕的劳动力供给及劳动参与率的上升，使得一国经济可以利用廉价劳动力的成本优势而吸收更大量的资本，从而提高潜在增长率。以日本和欧洲一些国家为代表的发达经济体，因为人口老龄化而出现了长期的衰退或低增长。日本老龄化使日本制造业失去了全球竞争力，也使日本经济陷入长达20年的衰退。中国人口结构拐点已现，人们无不对未来的增长充满了忧虑甚至极度的悲观。国内一些人呼吁放开中国的计划生育政策，主要理由之一便是，中国的人口老龄化正

在蚕食中国的劳动力成本优势，因此，需要新生的劳动力供给来弥补日渐老龄化的劳动力市场。

这种观点恰恰忽略了当下技术进步对传统劳动力替代的颠覆性影响。由于未来生产要素组合中，资本—劳动比会上升到极高的水平，“人力”劳动将成为生产中极不重要的部分。过去适用于日本的人口结构变动与经济增长的关系，因机器人的出现及其在生产中的广泛应用，在中国可能变得不再那么密切。机器人的诞生，即将改变全球制造业的版图，劳动力密集的国家将不再是全球制造业的中心，全球制造业将围绕资本和技术而展开和布局。孙正义说，要让日本在2050年成为全球最大的制造业国家。其信心就来源于，工业机器人正在改变日本因老龄化面临的尴尬局面，机器人可以“忘我”地工作，其成本还不到“自然人”的十分之一。这就告诉我们，如果说放松中国的计划生育政策是有意义的，那也不应当立足于要解决中国长期增长中老龄化带来的劳动力供给不足的问题。在机器人生产体系中，人口老龄化与劳动力的无限供给（相对于劳动需求）会同时存在。鉴于此，中国未来产业结构的升级，不仅是最终产品质量与品牌的升级，不仅是中国制造向中国创意的转变，更是由过去工人的流水线作业升级为智能机器人的流水线生产。只有更高“智商”的机器人涌入中国的“劳动力”市场，中国未来的制造业才会有出路和希望。简言之，未来全球制造业的高地，不在充裕而廉价的劳动力供给，而在于全球领先的智能机器人技术。

不同于过去以纯粹价格为指挥棒的市场经济

新技术革命，不仅是智能机器人的大量涌现，更重要的是，它是基于信息技术和大数据的生产。大数据的影响不仅仅局限于信息数据可得性的变化，更在于它改造组织生产和资源配置的方式。正如迈尔-舍恩伯格和库克耶所说：“大数据是人们获得新的认知、创造新的价值的源泉；大数据还为改变市场、组织机构以及政府与公民关系服务。”

传统市场经济中，厂商是基于价格信号而组织生产的，但并无中央计划者来指挥厂家该生产哪些产品、该生产多少，一切围绕市场、价格和利润转。市场竞争的特质，恰恰就在于分散化，所有市场参与者都只是市场价格的接受者。在自由竞争的经济中，资源能够得到最优配置，并促进经济发展。弗里德曼说："一个主要以自愿交换为特征的经济体，内在地具有促进经济繁荣和人类自由的潜质。"自愿交换是繁荣的必要条件，因为自由市场价格体系可以使人们在生活中有效地协作。在此状况下，资源通过价格信号得以流动和重新配置，并能够被配置到效率更高的企业中去。

现在有一种说法是，大数据的出现，使得社会组织和生产方式出现了去中心化的趋势。中国的市场化改革，就是要去中心化和去集中化，通过市场化的分散决策和价格信号，生产者可以更好地满足消费者的需要。计划经济的理想之一就是，资源配置的原则是用到最需要的地方，而不是完全由市场经济下的利润动机控制，即"为需要而非利润生产"。实践中的计划经济之所以四处碰壁，一个重要原因就在于，中央计划者无法确切地知道消费者的需求，消费者与中央计划者之间信息不畅，使得计划者确定的产品无法满足消费者的需要。计划与管制造成了普遍的短缺，它并不是组织生产的好方式。因为计划经济面临严重的信息问题，计划者无法获得必要信息来安排计划和生产，即便有价格和工资，它们也无法反映产品和劳动的机会成本。

价格机制的重要功能之一就在于传递信息。有效的信息传递可以让价格准确地反映资源的稀缺性，并引导资源的流动和重组。在传统的市场经济中，当市场价格上涨时，厂家就会增加生产；反之，当价格跌落时，则会减少生产，实现供需之间的均衡。有效率地传递信息的关键在于，确保每个希望利他的人都能无障碍地得到信息。任何阻碍价格自由反映供求的因素，都会影响到信息的准确传递，从而降低价格信号在改善资源配置中的有效性。然而，信息不完全也使价格机制饱受诟病。在价格上涨时，企业也往往会过度地增加供给，导致产品过剩；价格下跌

时，也可能导致厂家过度减产。可以说，市场经济就是在价格涨跌与生产过剩循环过程中寻找均衡的。在这个过程中，浪费往往不可避免，甚至要通过“危机”这种极端的方式来建立新的均衡。这表明，尽管价格信号是市场经济生产的指挥棒，但它并不是十全十美的。这成为一些人认为中央集中控制要优于分散竞争和个人行动的理由。在经济的实践中，人们也一直在力图寻求市场与政府之间的平衡，通过政府干预来弥补自发的市场“盲目”竞争的不足。遗憾的是，政府对经济的干预并不那么成功。

但是，基于信息技术的大数据的出现，将弱化价格信号在资源配置中的作用，因此，即便同样披着“市场经济”的外衣，利润最大化仍是厂家的心脏起搏器，但机器人生产中的市场经济也将大大不同于过去以纯粹价格为指挥棒的市场经济。我们常说，在市场经济中，价格承载着传递信号的功能，但信息不对称又总是存在的，这就使得在理论上堪称完美的市场经济在实践中总会遭遇种种尴尬。然而，基于现代信息技术和大数据的生产中，从消费者到生产者，或者从生产者到消费者的信息传递渠道和机制已然发生了根本性的变化。消费者不仅可以借助现代信息技术搜寻产品供给信息，还可根据用户评价（分）来决定将货币选票投给哪家的产品。滴滴方便地沟通了乘客与出租车之间的信息，既方便了乘客，也降低了出租车因信息不对称而导致的空驶率。更重要的是，消费者可以直接向生产者提出消费需求，厂家并不需要通过价格的涨跌来粗枝大叶地判断消费者的口味及需求量的变化，因而不太可能造成产品的过剩；消费者自己也会参与产品设计，不仅有更丰富的用户体验，而且在消费产品时也充满着自己设计的成就感。因此，现代信息技术和大数据，可以直接将消费者的需求信息传递给生产者，生产者据此而组织和安排生产，在安排生产计划时，生产者对价格信号的依赖性将会有所降低。过去，日本企业管理中提出的“精益生产”、“零库存”将会因大数据而得以更好地实践。我们不妨推测，基于信息技术的生产，将使“精益生产”逐渐地在全球演变为“精准生产”。是故，生产的智能化与信息化的有机结合，是当下技术革命区别于过去产业革命的根本所在。

这就引出了一个重要问题：过去市场经济的精髓——分散化决策，在信息化、智能化的机器人生产体系中是否依然有效？答案很可能是，既然消费者信号的传递不再单纯依靠价格的涨跌，那么，分散化决策对资源分配和使用的效率就可能相应下降；相反，一定范围内的集中和计划生产，不仅成为可能，而且是必要的。我们甚至可以做出这样的判断：在大数据的生产时代，越是集中生产，产品过剩的可能性就越低。进一步说，基于大数据的机器人生产本身，可能就会加剧生产的集中。举一个极端的例子，假设某种产品只由一家企业生产和供应，消费者通过该企业的APP传递产品的需求信息，那么，该企业就能够根据该信息来安排和组织生产。它生产的量，恰好满足消费者预订的量，不多不少。因此，我们也可以说，大数据下的生产，可能演变成为十足的“订单”生产，而不是基于价格及库存变化来组织和安排生产。

果真如此，届时，企业非意愿存货的周期波动将下降，中国也不会像当下这样遭受产能过剩之苦，宏观经济将因此真正迈向“大缓和”时代。经济运行对政府“熨平周期波动”的需求下降了，基于现代信息技术与大数据的生产组织方式，正在埋葬政府无所不在的经济干预。那时的经济体制，将演变成为“有计划的市场经济”的新时代。不过，这里的“计划”，不是政府对企业的指令性计划，也不是转轨初期的指导性计划，而是“企业”基于订单的市场导向性计划。

期待着一个新的时代的来临！

中篇 国内金融与货币政策

第6章 金融结构新趋势

本章导读

中国金融结构变动的重要方向就是扩大直接融资。它是降低经济过度货币化和化解高杠杆金融风险的有效途径之一。扩大直接融资可以缓解融资难、融资贵。扩大直接融资可以进一步倒逼中国金融体制的市场化改革。

扩大直接融资应当处理好股票市场与债券市场之间的关系。中国在经济市场化改革的相当长一段时间里，只注重股票市场而轻视债券市场，不仅造成了中国股票市场与债券市场之间的不平衡，也造成了股票市场自身的不平衡。但自2005年以来，企业具有多元化的灵活融资的需求，金融机构既有资产结构多样化、提高资产流动性的需求，也有摆脱利率管制的要求，它们同监管者之间的竞争一道，促进了中国债券市场的发展。但是，中国债券市场的持有者结构过度机构化现象较为突出。同时，有效的破产清算机制，是协调直接融资中股票与债券的必要制度安排。

扩大直接融资需要股票市场功能顺应新常态而变化，使直接融资的资本市场成为助推经济增长的新引擎，这就需要自由资本市场的制度，让投资者自主选择、承担风险并获得对应的回报；真正形成创新友好型的直接融资体系，给予创新型的人力资本公平合理的估价和激励，真正形成“万众创新”的气氛，使直接融资成为增长“新引擎”不可或缺的加油站。在发展场内直接融资的同时，还应发展场外直接融资。

互联网金融不仅正在悄然改变中国的金融业态、金融拥抱实体经济

的方式，更为中国原有的金融体制带来了极大的挑战，它们促进中国金融市场化，是打破行政管制的金融体制的重要力量。但互联网金融发展中仍然存在诸多问题，如潜在行业过度进入，仍然没解决借贷双方之间的信息不对称问题，在防范资金筹措者的信用风险中的作用还有待进一步提高等。互联网金融要得到健康发展，在推动金融结构变革中发挥应有的积极作用，就必须坚持两条基本的底线标准：牢牢守住诚信的底线，把服务于实体经济作为根本宗旨；同时，严格的风险防范与适度监管对互联网金融的健康发展也很重要。

金融结构随着金融改革和金融创新而变化。改革开放以来，推动中国金融结构变化的两种基本动力就是，政府不断深化的金融市场化改革和基于风险规避、流动性管理或信息技术的种种金融创新。毫无疑问，中国金融结构在过去三十余年里发生了巨大变化，股票市场与债券市场的快速发展拓展了企业的融资渠道，银行理财产品和证券投资基金的兴起为居民提供了更加多样化的资产配置渠道，互联网金融正借助于大数据和信息技术而勃兴。中国金融结构未来的变化，还是应当进一步扩大直接融资的比重，这其中，要处理好债券市场与股票市场之间的关系、场内直接融资与场外直接融资之间的关系。

扩大直接融资比重是适应中国金融新常态的要求

扩大直接融资比重，是中国金融改革中老生常谈的问题。但在中国经济迈入新常态之际，扩大直接融资总量和比重，又较过去有了新的意义和作用。正因为如此，央行货币政策委员会2015年4月7日的例会开宗明义地强调："扩大直接融资比重，降低社会融资成本"。有了过去金融市场改革与发展中积累的经验，站在新的时代背景之下，对扩大直接融资比重应有新的认识。

首先，扩大直接融资是降低经济过度货币化的有效途径之一。纵观

全球，在直接融资比较发达的国家，货币供应与GDP之比通常较低；相反，在以间接融资占主导的国家，货币供应与GDP之比通常比较高。更依赖于间接融资的国家，通常具有相对较高的货币供应增长率。这是因为，间接融资依赖于银行贷款，而银行贷款的过程恰恰是货币创造的过程。例如，众所周知，美国企业主要依靠资本市场直接融资，对银行间接融资的依赖已大幅下降，结果，美国货币余额M2与美国GDP之比也处于较低的水平。在2015年末，美国的银行信贷余额为11.68万亿美元，M2余额为12.3万亿美元，两者与美国GDP之比分别为64.8%和62.3%；相反，以间接融资为主的日本，2015年末M2与GDP之比高达184%。中国与日本类似。2015年末，中国的银行贷款与GDP之比为145%，M2与GDP之比竟高达203%，比日本还高。在此背景下，继续过度地依赖间接融资，显然会缩小货币政策操作的空间。

其次，扩大直接融资比重是化解高杠杆金融风险的有效途径之一。金融风险的爆发往往是高杠杆积累的结果。现在人们的共识是，中国经济潜在隐患之一就是杠杆率偏高：宏观上，M2与GDP之比高达193%；微观上，部分实体行业（如房地产）的资产负债率高达80%以上。那么，该如何去杠杆以提高经济和金融的稳定性呢？经济去杠杆化无非有两条基本途径，一是增加借款者的权益资本净值，二是缩减借款者的债务总量。虽然减少债务总量可以降低经济的总体杠杆水平，但它会造成债务紧缩的不利后果。债务紧缩则会打击投资和经济活动。这有日本的前车之鉴。因此，即便是因过高的债务而造成了金融不稳定，政府在应对它时依然会以低利率刺激债务扩张。相反，在债务总量保持相对稳定时，通过股票市场融资和股票市场持续稳定的繁荣来提高债务人的权益资本总量，既可以达到降杠杆率的目的，又不会对经济造成紧缩之效。2014年中央经济工作会议指出，虽然中国金融风险总体可控，但要化解以高杠杆和泡沫化为特征的金融风险需要花费一段时间，需要探索防范和化解金融风险的长效机制。在我看来，发展和繁荣直接融资中的股票市场，正是化解高杠杆金融风险的机制之一。当然，需要强调的是，发展股权资本市场，既包括场内市场，更应当大力发展场外股权资本市

场。

第三，扩大直接融资可以缓解融资难、融资贵。融资难、融资贵已然成了中国经济的一个顽疾，乃至2014年国务院常务会议两次讨论应对这一问题。宏观上，中国有巨额的广义货币和银行信贷余额，似乎有充足的资金供给和流动性，但微观上，许多企业又告贷无门、利率高企。造成这一宏微观上的矛盾现象，根源之一就是中国融资结构扭曲。大量金融资源集中于国家控制的银行体系之中，而在本世纪之初，为了改制上市和重振资产负债表的需要，有的国有银行纷纷退出了县域金融服务；而国内银行贷款又向来有“所有制歧视”之说，嫌贫爱富、嫌小爱大。通过发展股权融资和债务融资，扩大直接融资比重，则可以将原来集中于银行体系的垄断金融资源，通过投资银行化和互联网化的分散匹配机制，更好地实现金融资源供给与需求的对接。

最后，扩大直接融资可以进一步倒逼中国金融体制的市场化改革。在20世纪70年代，美国的金融脱媒现象加速了美国从分业经营向混业经营的过渡，也加速了美国利率自由化进程。中国现在正处于全面深化改革的时期，金融体系的市场化改革是其中的重要一环。发展不受政府行政管制的直接融资市场，不仅可以在增量上实现中国金融市场化，也可以倒逼存量体制的市场化。例如，由于债券市场利率不受当局的管制，中国债券市场的发展壮大，就会增强传统银行金融机构利率市场化的愿望。各类不利存款利率管制的“宝宝”类货币基金的发展，也会倒逼银行体系呼吁存款利率市场化。总之，直接融资的发展和壮大，会倒逼间接融资体系的改革和发展。它们之间相互作用，才会提高中国金融体系在金融资源的分配和风险管理中的效率，实现金融服务于实体经济的目的。

扩大直接融资的规模和比重，是中国金融市场化改革的数量化指标之一。但在这个过程中，需要继续处理好股票与债券之间的关系，需要股票市场顺应中国创新驱动发展战略的需要。

处理好股票与债券之间的关系

MM定理认为，在无摩擦的资本市场环境中，企业价值与融资结构无关，股权融资与债务融资不会对企业价值造成不同的影响。然而，无摩擦不过是过于理想化的状态，现实中的资本市场总会因信息不对称产生诸多交易成本，影响资本市场效率。在信息不对称的市场中，股权融资与债务融资对企业的影响有明显差异。信息不对称会产生逆向选择与道德风险，因此，它会提高企业的外部融资溢价。企业净值有助于缓解融资活动中的信息不对称问题，股权融资恰恰是增加企业净值的一条重要途径，因此，股权融资增加，有助于企业降低外部融资溢价，是故，股权资本市场的发展，既有利于降低债务融资成本，也有利于提高债务融资的可得性，有利于促进债务市场的发展。但另一方面，债务合约一般有固定的利息回报，只要债务人按时履行还本付息的义务，债权人一般不会过多地关注和干预债务人的经营。因此，股权融资与债务融资中形成了两种不同的公司治理结构。从这个角度来看，信息不对称问题在债务融资中不及股权融资那么严重。正因为如此，自20世纪80年代以来，在美国这样资本市场发达的国家，债务融资一直较股权融资占压倒性的优势；在有的年份，股份甚至处于净回购状态。

这就告诉我们，资本市场存在摩擦时，会有一个最优的股权与债务融资结构，企业融资结构实际上会影响企业价值。过分强调股权融资或过分强调债务融资，都会扭曲资本市场结构，降低企业价值。然而，中国在经济市场化改革的相当长一段时间里，只注重股票市场而轻视债券市场。这一状况，体现了中国金融改革所遵循的一项实用主义原则，不仅造成了中国股票市场与债券市场之间的不平衡，也造成了股票市场自身的不平衡。客观地说，在中国资本市场发展的初期，直接融资中的股票市场与债券市场之间的不平衡也有其合理性。因为，缺乏对企业净值的有效市场评估体系时，要恰当地评估借款者的风险及风险定价，就变得相对困难，债券市场的发展会受到约束。此时，投资者要求更高的外

部融资溢价，反而会强化债券市场的逆向选择和道德风险效应，增加债券市场的违约概率。在中国股票市场发展的早期，政府一直担心发展债券市场可能出现较多违约事件，乃至影响社会稳定，其根源大抵如此。股权资本市场的发展，则既可实现对企业净值更及时、合理而透明的估值，也为缓解债务融资中的信息不对称问题，进而为债务资本市场的发展创造了有利条件。在这个意义上，中国在发展直接融资时，先发展股票市场，再有序地发展债券市场，有其固有合理的逻辑和理论依据。

随着中国股票市场制度的逐步完善、投资者结构的变化，债券市场的大规模发展便被提上了议事日程。2004年之后，中国债券市场便得到了快速发展。2004年，企业债券融资占社会融资总量的比重仅为1.6%，在2005年，企业债券融资占比便迅速跃升至6.7%，随后，债券市场便呈蓬勃发展之势。到2015年，债券融资占比上升至19.1%（图6.1）。在2007年之后，股票融资占比就一直低于债券融资。与此同时，债券品种也日渐多样化，不仅有传统的纯信用债券，也有形式多样的附认股期权的债券（如可转换债券、可交换债券、分离交易债券）；既有大公司大企业发行的债券，也有中小企业发行的集合债券和私募债券等。这表明，2007年以来，中国资本市场的发展开始迈入一个新阶段：债券市场的融资功能开始超越股票市场的融资功能，企业融资真正进入多元化的时代。由于债券的发行利率通常较银行贷款利率低，债券市场的发展在为企业提供便捷的融资渠道之时，还节约了可观的财务费用。李克强总理在2015年《政府工作报告》中指出，要“扩大企业债券发行规模”，这又为扩大直接融资中的债券市场打开了新的政策空间。

过去十年时间里，中国债券市场受若干因素的积极驱动。第一，企业具有多元化的灵活融资的需求。由于企业债券利率较少受到政府的管制，债券利率能更好地反映企业自身的信用状况和金融体系的资金供求。第二，金融机构具有资产结构多样化、提高资产流动性的需求。相对于贷款这种非标准化的资产而言，债券的流动性更高，商业银行增加债券持有量，更有利于其资产负债管理和流动性管理。第三，由于债券

利率不受当局的管制，相对于受管制的存款利率而言，它也能够更迅捷地对通胀做出反应。因此，在管制的存款利率体制下，投资者增加债券持有量是对管制利率体制的一种反抗，这本身是金融脱媒的表现形式之一，更是监管套利的实现途径之一。最后，在过去近十年里，中国企业债券市场的快速发展，得益于中国分离监管体制所得带来的监管者竞争，它其实是“监管俘虏”在债券市场的外在表现。

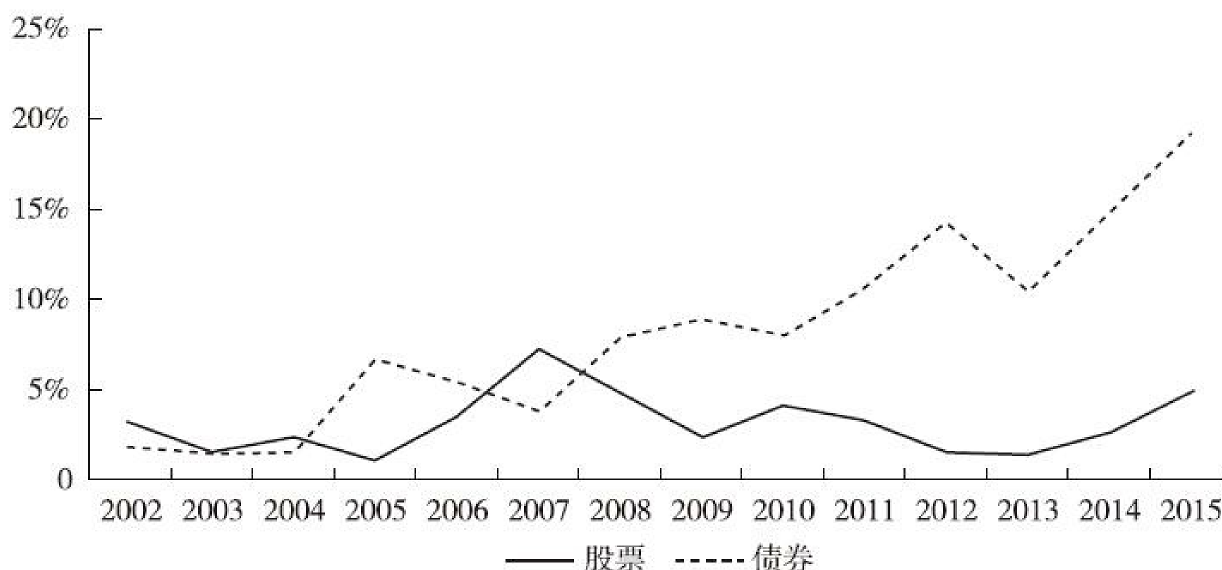


图6.1 企业债券与股票占社会融资的比重

资料来源：Wind

但我们也应当看到，中国债券市场的持有者结构过度机构化现象较为突出。根据中国债券信息网的统计，截至2015年末，商业银行持有的各类债券量达197117亿元；证券公司、保险公司和基金类公司持有的债券量分别为32011亿元、20410亿元和61324亿元。非金融机构和个人投资者所持有的债券量则分别只有74亿元和6595亿元，同期企业债券和中期票据余额分别为33872亿元和12924亿元。即便个人投资者——中国储蓄最大的供给者——持有的全部是企业发行的债务工具，6595亿元的持有量也只是企业公开债务总量的极少部分，大部分仍被机构投资者所持有。机构化的持有者结构表明，中国债券市场仍被深深地打上了间接融

资的烙印。须知，商业银行购买企业发行的债券，同样具有信用货币创造的功能，在当下的中国债券持有者结构下，我们难以真正有效地控制奇高的M2与GDP之比。这意味着，中国债券市场要更好地发挥直接融资的功能，则需要在一定程度上改变中国目前的发行市场结构，让更多的储蓄供给者方便地参与债券市场。

另外，一个健康的债券市场需要在破产清算的基础上，让债券投资者承担相应的违约风险。一般而言，股票的风险高于债券，因为在破产清算时，只有在偿付了债务本息仍有剩余资产时，才可供股东按份额分配。近一段时间以来，中国债券市场中频现偿付危机。但无论是过去的信托还是2015年的债券市场中，仍难以打破所谓的“刚兑”局面。这被一些分析评论者广为诟病。但打破刚兑的前提则是要对债务人实施及时有效的破产机制，让股东和债权人各自承担与收益相称的风险。不是建立在破产清算之上的债务违约事件，实际上扭曲了直接融资中股票与债券的相对风险，不利于发挥股东在公司治理中的应有作用，当然也无益于债券市场的发展。在这个意义上，有效的破产清算机制，是协调直接融资中股票与债券的必要制度安排。

股票市场功能的转变

经济新常态不仅是经济增长速度换挡、经济结构调整的过程，更是寻求经济增长新动力的过程。在经济新常态下，传统产业供给能力大大超过需求，产业结构优化升级和生产相对集中不可避免，但产业组织呈小型化、智能化和专业化的新特征；同时，经济增长则将更多依靠人力资本质量和技术进步，创新成为驱动发展的新引擎。李克强总理又进一步指出，要培育和催生经济社会发展新动力，就必须加大结构改革的力度，加快实施创新驱动发展，推动大众创业、万众创新，打造经济增长的新引擎。

资本市场如何适应经济新常态来为创新驱动型战略服务呢？在经济新常态下，扩大直接融资不仅仅是股票或债券发行规模的扩张，更是通过股票和债券发行结构的变化，使金融资源更好地切合中国经济转型与打造新引擎的时代要求，为中国经济发展的新引擎“加油助力”。因此，扩大直接融资，需要股票市场功能顺应经济新常态做出必要的调整和新定位。

在过去相当长的一段时间里，我们过多赋予股票市场对国企改革与纾困的功能，轻视了股票市场对创新型企业无可替代的作用。因此，在中国直接融资市场发展之初，尽管股票市场对中国经济体制改革，尤其是国有企业的市场化改革功莫大焉，比较有效地改变了国有企业的产权结构、治理机制，为过去的中国经济高速增长提供了“改革红利”，但对中国创新型企业发展与壮大的贡献却极为贫弱。今天老百姓耳熟能详的代表信息技术革命成果的国内大公司，如腾讯、阿里和百度等，无一例外，都不是借助A股市场而插翅腾飞的。把发展股票市场当作国企改革和分散金融风险的工具，而不是把它作为最为市场化的资源配置机制，是我们在20世纪90年代发展股票市场时，对直接融资的一种非常功利且短视的认识，结果，导致了政府对股票市场的扭曲性干预，股票市场的融资功能、兼并重组和资源重组功能都被扭曲了、抑制了。这对中国股票市场的健康发展造成了恶劣的影响，而且今天依然存在。比如，虽然我们一直强调要提高直接融资比重，但一遇到股票市场波动时，又以停止新股发行作为稳定市场的手段，结果严重伤害了股票市场的融资功能。又比如，政府管制新股发行价格，不仅损害了股票市场的融资功能，也损害了IPO企业及其原有股东的切身利益。

这一状况的形成，与中国早期资本市场被赋予的历史使命高度相关。首先，经过拨改贷和承包制等并不涉及产权制度改革的探索后，企业制度改革走进了死胡同。于是，那时发展直接融资，就是寄希望于引入股份制和股票市场，为国有企业纾困和改革服务。其次，银行体系在经历了高速信贷扩张之后，积累了大量的不良贷款，乃至西方国家

有“中国银行业技术上已经破产”之说。直到2000年初，中国银行业的不良资产率仍高达24%左右。许多人认为，中国银行业奇高的不良贷款率主要是因为中国资本市场不发达，让银行体系集中了过多的金融风险，通过发展股票市场，就可以将集中于银行体系的金融风险，分散化为社会公众来共同承担。这种看法一直伴随着过去中国资本市场与银行改革的进程。正是这个被扭曲的历史使命，使得中国的直接融资市场一开始就走向了与其他国家截然不同的道路。直白地说，那时发展直接融资的资本市场，就是要为旧体制“收拾烂摊子”。那些在改革中迅速成长起来的非国有企业很难进入资本市场，也无法据此建立技术创新和新商业模式的融资支持体系。

国有企业纷纷借助股票市场完成改制后，非国有企业才获得了大规模进入股票市场融资和建立现代企业治理结构的空间，中小企业板和创业板也应运而生。政府现在极力推动中国经济从投资驱动型转向创新驱动型的增长，就必须发挥资本市场在引领技术变革中的应有作用。是故，政府前所未有地重视通过多渠道的融资帮助创新型中小企业的发展。没有有效的创业融资体系，“创新工厂”永远只能停留在“创新小作坊”。2015年中共中央和国务院发布的《关于深化体制机制改革加快实施创新驱动发展战略的若干意见》指出，要强化金融创新的功能，壮大创业投资规模，强化资本市场对技术创新的支持，通过改革创业板，强化全国中小企业股份转让系统的融资等功能。这表明，中国直接融资的资本市场担负历史使命，也从过去的国企改革彻底地转向引领技术创新。风险投资（VC）、私募股权（PE）在中国方兴未艾，正在蓬勃的新三板，或许是将来中国创新的金融摇篮。

中国过去的股票发行制度不利于创新型企业有效地利用资本市场而发展，更有助于那些仅靠“好点子”去发掘机会的创新者。中国股票市场严格的准入条件，比如，持续盈利能力的要求，有着把那些经营不善者挡在公开股票市场融资的大门外以保护投资者利益的良好初衷，但它从根本上排斥了创新友好型金融体系的发展。更何况，看似严格的财务要

求，还是没能阻止不少“骗子公司”瞒天过海，乃至有“一年盈、二年亏、三年ST”之说。此说虽不免夸张，但它表明，看似严格的审核制或核准制，以政府的决判取代市场的判断，并不能真正保证资源得到最有效的配置。由于创新型企业的特殊性，要让它们提供持续盈利的财务报表，则将它们毫不留情地排斥在了有组织的资本市场之外。是故，要让直接融资的资本市场助推经济增长的新引擎，就需要自由资本市场的制度，让投资者自主选择、承担风险并获得对应的回报；也只有这样，才能真正形成创新友好型的直接融资体系，给予创新型的人力资本公平合理的估价和激励，真正形成“万众创新”的气氛。在让市场在资源配置中起决定性作用的大方向下，中国加快了中国资本市场的市场化改革，股票与债券发行注册制，或已成现实，或渐行渐近。这将使直接融资成为增长新引擎不可或缺的加油站。

发展场外直接融资

过去我们讨论直接融资时，认为发展和扩大直接融资就只是发展和扩大场内市场，忽略了场外市场的发展。但事实上，场外市场在经济发展、推进技术创新中的作用丝毫不亚于场内市场。通常而言，场内直接融资市场为保护投资者的利益而对上市企业有较高的财务要求，但能够满足监管要求的公司却只占经济中极少的比例。据统计，我国现在有小微企业约1170万家，占企业总数的76.57%。即便直接融资市场最为发达的美国，在场内上市的公司也不过数千家。截至2015年7月中旬，美国上市公司家数已下降至3812家，即便在上市公司家数最高的1997年也不足8000家。美国资本市场的特征就在于形成了场内场外交互作用的多层级市场体系，通过不同层级的市场来满足不同成长阶段企业的融资需求和不同投资者的投资需求。这是美国得以在技术上领先全球的重要金融制度因素。

过去中国只重视场内直接融资市场而轻视场外直接融资的发展，对

中国金融体系和企业的发展造成了诸多不良影响。

首先，这是造成现在企业“融资难”的重要制度性根源。由于场内融资受到严格的监管，且其发行规模也受到严格的控制，遇到市场剧烈波动时，又往往以停止场内股票的发行来稳定市场。场内直接融资的规模控制及其调控，使得大量企业根本无法通过场内机制来改善其融资结构、扩大其融资来源。因此，我认为，不放开场外直接融资，就无法真正有效地解决中国众多中小企业“融资难”的问题。

其次，限制场外市场的发展也制约了大众创业，使它们的融资显得格外地“贵”。我国在直接融资发展的早期，将有限的资源分配给了国有企业，在经济市场化改革潮流中兴起的民营企业很难从体制内获得金融资源，因此，它们一开始便不得不在体制外的市场中艰难地寻求融资支持。在很多时候，它们又被贴上了“非法”的标签，它们的融资中自然包含了较高的法律风险溢价。限制场外直接融资对众多民营企业融资的拖累，直到今天依然有深远的影响。质言之，在政府大力推动大众创业、打造中国经济新引擎的当下，若没有场外直接融资发展的配合，大众创业终将受到掣肘。

第三，轻视场外市场的发展也会制约万众创新。最适合技术创新的融资机制就是风险投资或创业投资，因为创新有巨大的不确定性。债务融资有确定的利息回报和固定的偿还期，需要资金需求方有可预期的现金流为支撑，因此，它不适于技术创新；而场内股权融资又有比较高的财务指标的要求，但技术创新的初期恰恰又没有足够的现金流，根本无法满足场内融资的要求。这意味着，轻视场外直接融资，万众创新就无法获得应有的金融支持。

总之，就中国当下而言，轻视了场外直接融资，是难以解决“融资难”的，也难以实现大众创业、万众创新，当然也就难以为场内市场的持续繁荣创造有利的条件。

在发展多层资本市场的今天，我们尤其注重发展场外资本市场。

第一，发展场外直接融资只是发展直接融资的举措之一，在发展场外直接融资时也应当继续重视场内直接融资。让市场在资源配置中起决定性作用是资本市场发展最根本的诉求，这就要求减少政府对股票、债券发行的行政干预，更不应当将股票、债券的发行规模当作调控市场涨跌的棋子，应将股票IPO与再融资、债券发行的时机与价格等确实交给市场。只有这样，才能发挥好资本市场融资的功能，才能通过资本市场机制实现企业的并购重组，实现资源的重新组合与配置，提高资本市场的效率。

第二，推进风险投资、创业投资和私募股权资本市场的发展。近年来，私募股权和风险投资在中国得到了迅速发展，在一定程度上缓解了中小企业融资难的问题，为一些创新企业、创业企业筹集到了长期资本。此类场外融资的发展，对中国实施创新驱动型发展战略具有重要意义和作用，因为只有它们而不是银行贷款，才是适合大众创业、万众创新的融资机制。2015年3月，《关于深化体制机制改革加快实施创新驱动型发展战略的若干意见》就明确地提出，要强化金融创新的功能，壮大创业投资规模，促进天使投资、创业投资的发展，结合国有企业改革设立国有资本创业投资基金，按照市场化原则研究设立国家新兴产业创业投资引导基金；加快创业板市场改革，健全适合创新型、成长型企业发展的制度安排，扩大服务实体经济覆盖面，强化全国中小企业股份转让系统融资、并购、交易等功能。事实上，近年来，国内各种各样的产业投资基金方兴未艾，正在形成推动中国技术创新、并购重组的重要金融力量。为了鼓励和促进创业资本和私募股权的进一步发展，除了完善其退出渠道和机制外，还应当为它们提供相应的税收优惠支持。

第三，从融资渠道来讲，发展场外融资市场要鼓励资本需求者、资本供给者大胆地利用一切现代化的信息技术和手段，实现资本需求与供给之间的无缝对接。因此，股权众筹、P2P等新兴的互联网金融将是场

外直接融资发展的重要方向之一。以股权众筹和P2P借贷为代表的互联网金融是新型的场外直接融资方式。2015年7月中旬，中国人民银行等十部门联合发布了《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》，明确支持互联网金融健康发展、稳步发展，鼓励银行、证券、保险等机构依托互联网技术实现转型升级，支持有条件的机构创设新的互联网平台开展网络银行、网络证券和网络保险等业务。

第四，大企业发展场外直接债务融资。场外债务直接融资主要包括大企业发行的商业票据和一般企业发行的公司（企业）债券。在美国，大企业往往通过发行商业票据来筹集短期资金，货币市场基金、保险公司等机构投资者成为商业票据最重要的购买者。但中国到现在也还没有融资性票据。未来发展中国场外直接融资的一项重要内容，就是发展商业票据市场，允许大企业通过发行商业票据来筹集流动资金，这不仅会促进中国大企业融资渠道的多元化，也有利于进一步深化中国的利率市场化改革。

发展场外直接债务融资的另一个方面，就是发展场外债券市场。中国形成了以银行间债券市场和沪深交易所为代表的两个平行的场外与场内债券市场，而银行间债券市场的规模又远大于交易所场内债券市场。这表明，中国债券市场形成了以场外的银行间市场为主、交易所场内交易为辅的市场结构。未来还应当进一步发展沪深交易所私募公司债券和企业债券，进一步优化债券的市场结构。沪深交易所2012年推出了中小企业私募债券，2014年又推进了并购重组私募债券，交易所私募债券品种日益丰富，应当进一步积极稳妥地发展。

发展场外债务证券的另一个重要方面就是资产证券化市场。据统计，截至2015年末，上市交易的资产支持证券（ABS）余额为6558亿元，其中证监会主管、银监会主管的资产支持证券余额分别为2267亿元和4132亿元，它们占债券市场余额的比重仅分别为0.47%和0.85%。根据“盘活存量”的调控思路，资产证券化，尤其是实体企业的资产证券化

是改变中国债券市场结构、拓宽企业融资渠道和提高融资效率的重要举措。同时，鉴于券商发展两融业务对资本市场稳定的重要性，需要推动券商融资融券的证券化。

第五，加强场内与场外市场之间的有机联系。场外市场与场内市场之间并不是割裂的，相较而言，场内市场持续健康、稳定地发展更需要一个健康的场外市场。就经济体而言，如果说场内市场好比“干”，那么，场外市场就是“枝”、是“叶”，是场内市场的“根须”，只有健康发展的场外市场，才会为场内市场奠定更好的微观基础，为场内市场输送新鲜的血液和创造新的活力。场内市场从场外市场获取新的血液和新的活力，既仰赖于场外市场支持的众多中小企业与场内企业之间具有横向或纵向的需求供应关系，也仰赖于在场外发展壮大的企业会转板到场内市场，为场内投资者提供相对稳定的丰富回报。同时，也要建立场外股权市场与场外债券市场的互动机制，尤其是场外股权市场的发展提高了企业的净资本，这有利于场外债券市场的发展；而场外债券市场则适度地提高了场外股权融资企业的杠杆，又反过来有利于提高其股权投资者的回报率。当然，我们还需要完善场外市场的基础设施建设，例如，建立场外直接融资的交易与报价系统、清算与托管系统，减少交易对手风险。

直接融资新业态：互联网金融

作为新业态的互联网金融

互联网金融不仅正在悄然改变中国的金融业态、金融拥抱实体经济的方式，更对中国原有的金融体制带来了极大的挑战。互联网金融是促进中国金融市场化、打破行政管制的金融体制的重要力量。互联网金融实际上有若干不同的方面，例如，第三方支付、基于互联网平台的资金借贷、股权众筹等。在这里，我们只重点分析基于互联网平台进行资金

融通的互联网金融活动。据第一网贷统计，截至2015年末，中国共有营运平台4948家，贷款余额5582亿余元，尽管问题网贷频出，但网贷仍趋活跃。

就目前而言，互联网金融与传统金融之间，在某些方面存在竞争与替代关系，在另一些方面则形成了对传统金融的补充。基于互联网的第三方支付和基金销售等都形成了对传统支付方式和基金销售渠道的替代，它们发展得越快，传统渠道的份额就缩减得越快。像P2P之类基于互联网的借贷，则在很大程度上是对传统金融的补充，这些金融活动是传统正规金融组织业务难以覆盖的。不过，随着互联网金融的发展，基于互联网的融资活动会越来越多地形成对传统以金融机构为中心而组织的资金融通的替代。比如，基于大企业和名人效应的互联网资金众筹，一次融资活动筹集的资金也可能高达数十亿元。如此大规模的资金融通，即便对不可一世的大机构也是一笔非常重要的业务。我们有理由相信，将来还有更多的知名企业、具有名人效应的中小企业，越来越多地从依赖于金融机构的线下融资，转向去中介化、去中心化的线上融资，比如，具有高知名度的企业可以自己在网上发行债券或股票，而不依赖于金融机构的承销。这意味着，传统金融机构会失去很多大客户和优质客户。

毫无疑问，传统的金融行业正日益受到互联网金融发展的挑战，就像许多传统书店因网上书店的发展而消失一样，那些不能拥抱互联网、利用互联网来重构金融服务体系的机构，终将被淘汰在互联网金融发展的大潮之中。传统金融机构应当以包容的心态去正视和迎接，而不是敌视、排挤互联网金融的发展。互联网金融不会因为传统金融机构的担心、害怕而停止生长发育。传统机构敌视、排挤互联网金融的心态越重，则它会被互联网金融淘汰得越快越早。互联网金融导致的去中介化、去中心化的金融过程是不可避免的，因此，会有相当一部分严重依赖于中介活动的金融机构逐渐消失。只有那些具备擅长资产管理、风险管理等业务的财务顾问，同时又拥抱互联网金融的机构，才能够在互联

网+的大时代中生存和发展下去。互联网金融作为基于现代信息技术的金融创新，是技术变革和应用的产物。

尽管互联网金融正在快速发展，对原有金融体系带来了极大的影响，但互联网金融发展中仍然存在一些潜在问题。

首先，行业过度进入。同任何新兴产业的发展一样，互联网金融在发展初期也会存在过度进入。十年前，由于油价上涨和国家大力发展新能源的产业政策的影响，许多企业一哄而上光伏产业，很快就导致光伏产业供给与需求不相适应、光伏企业亏损严重的不利后果。现在，互联网金融平台大量兴起。2011年P2P网贷平台仅为50家，2015年末就增加到了4948家。这表明，中国的互联网金融在一定程度上存在过度进入，一些企业或个人片面地认为，只要建立了一个融资平台，发布若干资金需求者的信息，就可以坐地收钱，至于平台在资金供给与需求中的核心功能是什么，如何为借贷双方提供优质的增值服务，有相当部分平台是没有加以考虑的。在网贷平台大量增长的同时，问题平台也不断地暴露出来。第一网贷的数据显示，2013年至2015年，每年出现的问题网贷平台分别为75家、287家和1156家。

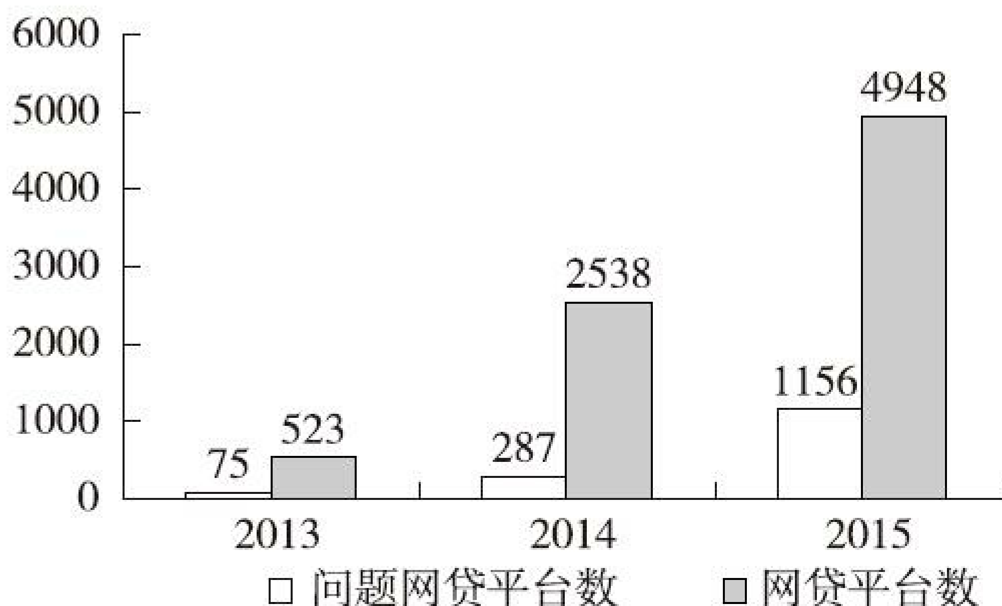


图6.2 中国网贷与问题网贷平台数

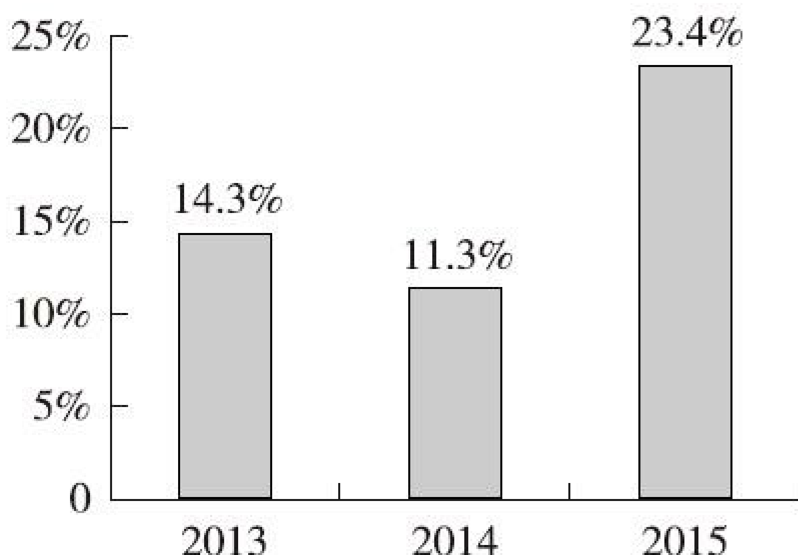


图6.3 问题网贷平台占比

资料来源：第一网贷资料来源：第一网贷

其次，互联网金融仍然没有解决借贷双方之间的信息不对称问题。信息不对称是影响金融合约结构的重要因素，许多金融风险归根结底是由信息不对称引起的。互联网金融目前仅仅解决了资金供求关系层面上的信息不对称问题，并没有解决资金融入者获取资金后的经济活动的信息不对称，比如，借款者是否如在网络平台上宣称的那样在运用资金，出借者并不知晓；也并没有在事前让出借者更好地了解潜在借款者的资信状况。互联网平台融资给予的预期回报率基本都很高，恰恰反映了因信息不对称导致了较高的风险溢价。

第三，互联网融资平台在防范资金筹措者的信用风险中的作用还需要进一步提高。虽然有的平台设立了信用认证标、风险准备金，但仍不足以弥补借款者违约后给投资者造成的损失。有的平台甚至自弹自唱，发布虚假的融资信息、夸大资金交易额度，形成循环的庞氏融资。这很快就会极大地伤害互联网金融。

因此，尽管作为信息技术发展和避免管制的金融创新的产物，应当

以包容之心支持互联网金融的发展，但同任何新行业的发展一样，作为新兴的金融业态、金融模式，中国互联网金融在发展的初期也会存在过度进入、良莠不齐，甚至严重损害金融消费者利益的现象。比如，借互联网转移资金之便利，在短时间内聚积巨额资金，随之爆出令政府和市场错愕、参与者措手不及的案件，让中国互联网金融迈入了重塑行业规范、强化监管的新阶段。

促进互联网金融健康发展

中国互联网金融要得到健康发展，在推动中国金融结构变革中发挥应有的积极作用，需要互联网参与各方的共同努力，尤其是互联网金融的资金借入者、互联网平台和政府的有效监管，对互联网金融健康发展至关重要。

首先是牢牢守住诚信的底线。诚信是市场经济的文化基因，如果诚信的基因变异了，所谓市场也就变成了不公平交易的市场。作为金融的一种业态，只有把诚信放在第一位，才能获得健康的发展。违背诚信准则的互联网金融，最终会堕化为庞氏骗局，极大地损害资金出借者的利益，也会反过来伤及互联网金融中的平台和资金借入者。说到底，所有金融活动的风险，其源头都在资金的借入者或使用者。一切金融风险的爆发，都归因于资金的借入者对所借他人资金的不当利用。互联网金融也不例外。只有互联网金融的资金借入者尽职尽责地利用其所借入的资金，才能从源头上较好地防范和控制互联网金融风险。富兰克林曾说过，如果你朋友将钱借给你后，当他发现，你在该干活的时候喝咖啡聊天，那他就会上门向你催讨债务而且是急于要求一次还清的；当他在深夜听到你还在敲敲打打，辛勤劳作，那他就会放心把钱借给你使用。这就告诉我们，互联网金融的资金借入方要严格以诚信要求自己，在借入资金前，应当在平台上尽可能完整地披露可能影响到资金放贷者判断的所有信息，在获取资金后则严格掌握好资金使用的风险。只有互联网平台上资金的最终借入者（使用者）做到了诚实，互联网金融才能控制好

风险的源头。这是防范互联网金融最根本的保障。

其次是把服务于实体经济作为根本宗旨。金融脱胎于实体经济，是从实体经济中衍化而来并获得相对独立存在的经济活动。但是，金融业的健康发展须臾也离不开实体经济的稳定健康发展，实体经济出了问题，金融也难以独善其身。比如，近几年来，中国经济下行，银行业的不良贷款率和余额都不断地攀升。人们对中国金融发展广为诟病的一个现象就是所谓的“脱实就虚”，即金融没有在服务于实体经济中发挥应有的作用，而是在金融体系中自我循环。在互联网金融中，就是大量在互联网平台筹集的资金并没有被用于实体经济的生产、流通和新技术新产品的研发，而是涌入股票市场，试图通过场外杠杆博取短期的高投资收益。结果，在股票市场剧烈波动中造成了无法挽回的损失。

第三，互联网融资平台的信息收集和生产很重要。传统以机构为中心的金融活动中，金融机构在收集借款者的信息中发挥着至关重要的作用。比如，商业银行在发放贷款前要对借款者进行信用评估，严格的贷前审查和贷后跟踪，都是银行机构收集借款者信息的重要方式；股票与债券发行中，主承销商的重要作用就在于收集和加工发行人的信息，并将信息传达给投资者。相对于传统金融而言，互联网金融有去中介化的趋势。投资者或资金的出借方，如何获取借款者的信息，以便于对潜在的风险进行评估，是互联网金融发展中亟待解决的问题。互联网金融平台应当发挥信息收集加工的作用，而不是单纯提供一个线上平台，供资金需求者发布融资需求的信息，而应当发布借款者更全面的财务和经营状况的信息。就此而论，有着信息收集、生产和加工经验的传统金融机构（如券商），搭建互联网融资平台，相对于纯粹提供资金供需信息的平台而言，有着天然的优势。

第四，良好的互联网金融监管不可缺少。互联网金融虽然冲击着原来被管制的金融体制，但并不意味着互联网金融天生就适合放任自流的竞争。虽然借助于信息技术，通过互联网平台较好地实现了资金需求方

与供给方的匹配，降低了资金需求和供给者的搜寻成本，但这丝毫没有减少或降低存在于资金借贷双方之间的信息不对称。这就很容易引发存在于传统金融活动中的逆向选择与道德风险问题。正因为信息不对称，金融业在各国都是受到严格监管的行业。因此，关于互联网金融在中国的发展，虽然中国金融业的准入出现了去行政化，但并不意味着互联网金融要去监管化。对互联网金融的有效监管，是防范互联网金融风险、促进互联网金融健康发展的必要制度安排。

中国已在有序地推进互联网金融监管措施，监管框架也已初露端倪。2015年，人民银行、公信部、公安部、银监会、证监会和保监会等十部门联合发布了《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》，确立了依法监管、适度监管、分类监管、协同监管和创新监管的原则，对互联网金融涉及的互联网支付、网络借贷、股权众筹、互联网基金销售、互联网保险、互联网信托和互联网消费金融等，确立了相应的对口监管当局。

所谓依法监管，是指监管当局在行使对互联网金融活动及其主体的监管之时，要有相应的法律依据，不能以超越法律赋予的权限对互联网金融活动加以种种限制和约束。中国进入全面依法治国的时代，在互联网金融领域就是要全面地依法监管，不能以监管之名，行打击或遏制互联网金融合理发展和创新之实。

适度监管就是对互联网金融的监管要有“度”，不能因为监管而束缚了互联网金融发展的手脚。过度监管就可能严重裹束互联网金融的创新，造成监管的堕化。监管“度”的把握首先要遵从“法无禁止皆可为”的原则，其次就是互联网金融不能带来系统性的金融风险。这也是互联网金融监管的底线。

分类监管与我国目前实行的分业金融体制及相应的分业监管相对应，即根据互联网金融活动的分类，将其对号入座地划入相应的监管主体。例如，互联网借贷（P2P）就归银监会监管，股权众筹和互联网基

金销售则归证监会监管，等等。分类监管其实是在我国现行的三大监管者之间对互联网金融监管权限的划分。

协同监管则是与分类监管相衔接的，强调的是不同监管当局在行使监管权力的时候，与其他监管当局之间的协调性。由于目前的分类监管是按照互联网金融业务活动的分类来划分监管权限的，但有的互联网金融企业会涉及众多互联网金融活动，它们事实上涉足混业经营，按照分类监管，就会导致一家互联网金融企业要伺候多个婆婆的局面，导致多重监管乃至过度监管。

创新监管则是指监管的手段、措施、指标的设定，应当体现互联网金融活动的特性。互联网金融虽然本质上仍是金融活动，但由于参与金融活动的介质发生了变化，不同于传统金融活动中的资金流动，就需要考虑设定不同于传统金融活动的互联网金融指标细则。同时，对互联网金融活动中的资金借贷双方，该如何规范、适用于什么样的法律法规，就需要进一步的探讨。比如，股权众筹是否适用于证券法，其资金筹措方是否该受证券法的约束，都没有明确。因此，虽然明确了互联网金融要依法监管，但互联网金融在很多方面实际上还留有相当大的法律上的空白。

第7章 化解金融风险的新途径

本章导读

经济新常态下的金融风险具有复杂性、紧耦合性、传染性和渗透性。由于金融交易深入了经济生活的方方面面，一旦金融风险暴露乃至失控，就会产生巨大的破坏性。金融风险根源于实体经济创造的租金流无法支撑金融活动的信用流或金融资产价格，金融风险的变化最终由实体经济的变化所决定。中国潜在金融风险上升集中表现在以下几个方面：杠杆率持续上升到了奇高的水平，且处于全球领先地位；银行体系不良贷款不断攀升；地方政府债务风险始终存在且仍在积累；公开债务违约由“点”带“面”铺陈开来。

新常态下的金融风险防范，应从多角度入手，既要在短期内守住不发生系统性风险的底线，又要着眼于长远建立健全的信用与资金借贷机制，注重微观机制和基本信用制度建设，让参与各方都严格遵守契约精神。面对经济波动，政府调控应当更加合理化和理性化，不以牺牲长期增长的稳定而换取短期的较快增长。严密监测、监控和监管系统重要性金融机构金融创新、信贷活动等行为，必要时实施个别中小金融机构倒闭或破产。加强对影子银行的监管，将信贷资源引导到能够促进有效率的增长中去。加强金融监管与货币政策的协调配合，充分利用金融监管在货币信贷总量控制与结构调整中的积极作用。政府参与金融风险救助与化解要以不助长道德风险和机会主义行为为底线。

存款保险是中国化解金融风险的新机制。它重新塑造了中国金融安全网，将促进中国金融风险处置的市场化，为中国金融领域进一步向民营资本开放提供了风险保障。它的建立，使金融机构市场化的退出渠道

呼之欲出；也可能引导银行业机构在稳健经营、风险和利润之间更好地平衡。但中国存款保险需要处理好存款保险机构与银行监管机构间的关系。存款保险机构的赔付与中央银行的最后贷款人功能不可相互替代，应当重视差别化费率对中小银行造成的冲击并进而对银行体系竞争的潜在影响，重视存款保险机构的早期纠正功能，建立存款保险的正向激励机制，需要特别注重存款类金融机构的股东与其经理人员之间的委托代理关系所造成的影响。

经济新常态下防范和化解金融风险，需要金融监管全覆盖。为此，需要改革金融监管体制，实现从机构型监管转向功能型监管，使监管体制适应金融创新和日益明显的混业经营新特征，防止因监管者之间的“监管竞争”而出现过分的“监管俘虏”现象，纵容过度的金融创新，留下系统性金融风险的隐患。

金融风险始终是客观存在的。不过，金融风险也不是一成不变的，它随着金融结构变化和宏观经济波动而演化，一个时期的金融风险就有别于另一个时期的金融风险，不仅导致金融风险的根源各异，金融风险的表现形式也很悬殊，对应和化解金融风险的手段、方法和途径也应当有所不同。随着中国高杠杆的不断累积，金融工具和机构日益多样化和复杂化，中国金融风险也具有了过去所不具备的新特征，我们需要寻求化解金融风险的新途径。

新常态下金融风险的主要特征

防风险就是既要防金融风险，也要防范发展不平衡、收入分配不公带来的社会风险。在任何时候，金融风险的防范都是重要任务。一旦金融风险集中暴露，原有的增长成果可能毁于一旦。要更好地防范和化解经济新常态下的金融风险，就应当对金融风险可以出现的新趋势、新特点有较准确的判断。经济新常态下的金融风险大致具有以下几个方面的

特点：

复杂性。经济新常态中的金融结构更加多元化、金融工具更加复杂化，各种结构性和衍生金融工具不断发展，金融资产现金流的重新组合和重新分割，使得金融风险具有复杂性和隐蔽性。例如，对于资产支持证券风险的识别与评估，就较单个证券或金融合约的识别与评估要复杂得多。由于金融结构更加多元化，金融风险也会在不同的金融方面表现出来，不同金融结构对应的金融风险表现形式也有着明显的区别。对复杂金融工具背后复杂的金融风险，即便是专业的金融机构，甚至是该工具的创设者，也未必能很好地识别。

紧耦合性。紧耦合性是现代金融体系的一个突出特点，它表明，金融体系任何一点的风险爆发，都可能导致系统性的风险传播与扩散。过去我们常常讲，金融体系的“资金链”断了，就会发生系统性风险，这就是金融体系紧耦合性的表现之一。当然，紧耦合性不是在经济进入新常态、金融工具复杂化后才有的现象。在20世纪90年代初，中国大量的“三角债”就是金融活动具有紧耦合性的表现。只不过，随着金融工具越来越复杂化、利用金融产品进行投资和管理风险的企业、机构和居民越来越多，金融活动中的杠杆化上升等，金融的紧耦合性越来越强。2015年6月末的股灾，就是在中国资本市场发生的现货市场与股指期货、杠杆化交易与非杠杆化交易之间的紧耦合性。金融活动的这一特征，使金融风险更易于传染。

传染性。随着金融风险越来越复杂化、金融活动紧耦合性的强化，某一方面的金融风险的暴露可能很快传染到金融活动的其他方面。金融风险既可能在国内不同的金融市场、金融机构之间传染，也会在不同国家之间传染。例如，就国内金融风险的传染性而言，借款者违约风险大幅上升，可能导致股票市场大幅下跌；某家金融机构的流动性压力骤然上升，可能导致货币市场利率大幅攀升，并最终使债券市场和股票市场大幅下挫。2013年6月中国的“钱荒”，就导致债券市场在随后半年中大

幅下跌，债券收益率大幅攀升，也导致股票市场下跌约20%。就金融风险的国际传染而言，尤其全球大国金融风险暴露会使其他经济体的金融市场剧烈动荡。美国次贷危机就迅速地导致全球金融市场大幅下挫，并使实体经济陷入长时间的衰退或调整之中。

渗透性。金融活动的复杂性和紧耦合性，不仅使金融风险在金融系统的各个环节迅速扩散，而且还会迅速地渗透至经济与金融的方方面面。金融风险爆发后，受冲击的不仅仅是参与金融活动的投资者和金融机构，还会殃及实体经济这个“池鱼”。虽然金融资产的价格最终要取决于实体经济投资的租金流，但它又具有独立的运动形式，它并非亦步亦趋地跟随实体经济的变化而波动。由于金融资产价格取决于公众对未来实体经济的预期，而预期又受多种非经济因素的影响，公众对未来的预期又具有过度乐观和过度悲观的倾向，从而造成金融市场的波动往往强于实体经济的波动，并反过来影响实体经济的运行。国外金融危机的教训表明，任何一次金融风险的爆发，实体经济都不可避免地遭殃。随着金融资产占财富总量比重和宏观杠杆率的上升，金融风险爆发对金融与实体经济方方面面的渗透性也越强。

中国金融风险的趋势

中国经济进入新常态之际，积聚的金融风险也越来越大。股票市场泡沫化风险在2015年的降杠杆中以非常极端的方式得到了释放，给投资者带来了沉重的损失。我们认为，未来中国金融风险趋势主要体现在若干方面，这些都是需要政府加以小心应对的。

第一，金融风险根源于实体经济创造的租金流无法支撑金融活动的信用流或既有的金融资产价格，因此，新常态下中国金融风险的变化最终是由实体经济的变化决定的。实体经济的变化对金融风险的影响主要体现在这样两方面：（1）经济的结构性减速已经导致一些行业经营活

动的现金流和资本边际回报率下降，比如，那些高污染、高能耗的行业在经济结构调整中已受到了相当大的冲击和影响，这些行业的企业投资回报率下降，使其承受和消化债务本息的能力也大幅下降了。（2）过高的房地产价格挤出了制造业的利润，高到居民收入水平无法承受的房价终将加剧房地产市场的脆弱性，最终会传导到金融资产的质量方面，建立在房地产泡沫之上的金融体系，终将付出沉重的代价。正如过去的房地产价格持续上涨改善了金融机构的资产质量一样，房地产价格下跌也会使金融资产质量严重恶化。2015年房地产价格虽然出现了大幅上涨，国内一线城市地王频出，但房价上涨得越多、越快，它下跌的时间也就会越快到来，下跌造成的损失和对经济的冲击也越难以承受，金融风险也就越高、越不可控。

第二，杠杆率持续上升到了奇高的水平，且处于全球前列。中国投资驱动型的增长是由过度的信用扩张推升的，中国的信贷增长率一直高于GDP增长率，信贷投放对经济增长的边际贡献在持续下降，这导致每一轮扩张政策之后，杠杆率就会上升到一个新的水平。根据国家金融与发展实验室的《国家资产负债表2015》，中国各部门的债务总额与GDP之比，2008年时为170%，但到2014年就上升至235.7%，6年间上升了65.7个百分点。麦肯锡所测算的该比率更高，从2008年的184.6%上升至2014年的278.9%，6年间上升了94.3个百分点。即便不考察金融部门，《国家资产负债表2015》的测算结果是，实体部门债务率从2008年的157%上升至2014年的217.3%。虽然不同机构和不同口径计算的杠杆率有所差异，但中国的宏观杠杆率在不断地上升且处于全球最高水平之列，是没有争议的共识。但中国的杠杆率结构有着与美国等发达国家不同的特征，即中国居民部门和中央政府的杠杆率较低，更确切地说，中国的高杠杆使非金融企业部门和地方政府承担着过多的沉重债务。因此，高杠杆导致的金融风险主要体现为非金融企业和地方政府的信用风险。就此而论，中国金融风险的爆发点，也会体现为非金融企业和地方政府的违约事件。

第三，银行体系不良贷款不断攀升。历次信贷扩张之后，都会经历不良资产的大幅攀升，没有例外。到2015年第三季度末，中国商业银行的不良贷款余额上升至11863亿元，较2011年9月最低时的4078亿元上升了7785亿元，不良率则从0.9%上升至1.56%。不良贷款余额上升，使得商业银行的拨备覆盖率急剧下降。2012年末的银行拨备覆盖率达到最高值295%，而到2015年9月末已下降至190%。当然，这只是监管当局公告的不良率。鉴于各类产品价格长达数年下跌，尤其是PPI（工业生产者出厂价格指数）四年多的负增长，银行实际的不良率可能高于公布的不良率。实际上，在一些资源性省份和地区，银行的不良资产率会远远高于全国的平均水平，资产负债表非常不健康，面临财务重组的巨大压力。在未来一段时间，消化银行体系不断积累的不良贷款，将是化解金融风险的重要任务之一。

第四，地方政府债务风险始终存在且仍在积累。2015年以来，通过数万亿元的地方政府债务置换和重组，暂时缓解了地方政府债务的偿付压力。但是，债务置换并没有免除地方政府债务的偿还责任和义务。截至2015年末，地方政府债券余额已达48260亿元，占全部债券余额的比重为9.97%。地方政府债券有一般债券与专项债券之分，前者被纳入公共预算管理，后者则以特定项目的收益作为偿债资金。但是，中国地方政府的财政收入占全国财政收入之比偏低，加之经济增长率下行使得财政经常性收入捉襟见肘；专项债券的偿债则完全取决于项目投资所产生的经营性现金流，但经济下行会使其现金流受到巨大冲击。因此，在新常态下，尽管地方政府的举债相对透明化了，债务置换及其期限的重组暂时减轻了地方政府的偿债压力，但这并没有免除地方政府偿债的义务，偿债压力终将随债务到期日的临近而增加、而暴露于众。

第五，公开债务违约由“点”带“面”铺陈开来，违约事件的暴露将成为中国债券市场的常态。2014年以来，中国信用债市场违约的发展是从民企到央企、再到地方国企的演变过程；是从无法支付当期利息到本息皆无力偿还的投资者潜在损失越来越大的过程；是从公司债到中票

PPN（非公开定向债务融资工具）、再到短融的期限“由长及短”的过程；违约风险有逐步向评级高、股东背景较强的方向演化的趋势。总之，违约的演变过程告诫我们：违约，一切皆有可能。从刚性兑付到打破刚性兑付，虽然有助于还原债券的“信用”本来面目，有利于更好地发挥债券市场在中国金融资源配置中的作用，但同时是风险暴露的过程，会给债券投资者带来较大的损失。

基于以上数端，防范和化解金融风险又将是一项紧迫而艰巨的任务。

降杠杆的途径

在纯金融层面，一些部门的债务超过了其实际偿付能力是导致金融风险的重要直接诱因之一。费雪认为，过度负债是导致萧条的九大因素中最重要的一个，但他同时认为，过度负债最终会消除，只不过可能伴随着破产倒闭，而且往往会出现过度负债的循环。美国次贷危机源于美国居民部门的债务率大幅攀升；欧洲主权债务危机源于危机国家的政府债务余额超过了其财政的可承受能力。中国的潜在金融风险同样源于过高的债务。不同于其他一些国家，中国的高杠杆率主要集中在非金融企业和地方政府，而居民部门和中央政府的杠杆率相对较低。表面来看，地方政府的杠杆率远低于非金融企业的杠杆率，但实际上，中国的债务风险恰恰集中在非金融企业与地方政府的债务当中。因此，中国的降杠杆事实上集中于降低非金融企业与地方政府的杠杆率。

降杠杆的方法多种多样。增加GDP、债务紧缩、债务核销、通货膨胀、增加资本、债转股、资产增值和杠杆转移都可以成为降杠杆的手段。宏观上，在债务总量不变时，只要GDP在增长，或者只要GDP的增长率高于债务的增长率，就能够达到降低宏观杠杆率的目的。反过来，当GDP不变时，也可通过债务紧缩或债务核减的方式来降杠杆。但GDP

如何能增长呢？内生性增长主要来自技术进步和生产率的提高，这是一个长周期过程，远水解不了近渴。外生性增长则是政府以刺激投资或消费等需求端来带动供给的增长，但这往往又会走上扩大债务总量而刺激增长的老路，虽然GDP增长率上升了，但债务扩张得更多，结果，杠杆率不仅没有下降，反而出现新一轮的大幅上升。这样看来，通过GDP增长降杠杆，实际上要求政府在一个特定的阶段忍受GDP增长率下降。

债务核减，即直接核销或减记债务人的部分乃至全部债务，这是一个痛快的降杠杆的方法。但被核销或减记的债务形成了债权人的不良资产或直接的不可挽回的损失，债权的财富损失同样会造成不利的宏观经济后果，例如，它会破坏债权人与债务人之间的稳定关系，债务人要通过市场化的融资会变得更为困难。更重要的是，过多或频繁地使用债务核减，会大大增加债务人的道德风险，恶意逃废债会乘机而起，反而会破坏信用纪录；也可能造成债务人与债权人之间内部人勾结的利益输送，以损害公共利益而肥私。在中国金融资源主要被控制在国有银行体系中的情况下，尤其如此。

债务紧缩，即不断地降低债务增长率甚至使其呈负增长态势。债务紧缩可能有两种：一种是借款者主动地减少借债，使资产负债表回归到比较健康的状态。此类债务紧缩中，即便政府采取了诸多货币政策刺激经济，也难以让私人部门的借贷活动增加。现在的日本和欧洲，就是此种类型的债务紧缩。所谓“资产负债表衰退”之说，大抵就属于此类债务紧缩。另一种政府通过宏观经济政策迫使放贷者减少信用供给，然而，更确切地说，属于债务紧缩的“政策”，它是否具有债务紧缩的效果则是另外一回事。因为，债务紧缩的政策，往往是在通胀率上升周期实施的，而在这个阶段，往往伴随信用扩张和杠杆率上升。债务紧缩，尤其是第一种类型的债务紧缩，可能带来通货紧缩，通货紧缩可能反过来加重债务人的真实债务负担。日本在20世纪90年代泡沫破灭后的债务紧缩，就是日本陷入长期衰退的重要因素之一。

通胀是一种降低债务负担和杠杆的隐蔽手段。一些国家，比如俄罗斯和巴西都曾以严重通胀来稀释政府的高杠杆。但通胀会产生有利于债务人而不利于债权人的财富再分配，实际上是对债权人财富的掠夺，同样不利于债权人与债务人之间的稳定关系，而这恰恰又是市场经济中信用的重要基础。巴西和俄罗斯的高通胀就严重地削弱了政府的信用，最后不得不通过币制改革重建信用与经济秩序，代价不可谓不高。权威人士讲道："要彻底抛弃试图通过宽松货币加码来加快经济增长、做大分母降杠杆的幻想。"这实际上否定了中国以货币化和通胀的方法来降杠杆的政策选项。

增加债务人的权益也是降低杠杆率和降低金融风险的重要措施。增加债务人的权益有三种途径：增发股份、债转股和资产增值。增发股份和债转股都可以直接提高债务人的权益：增发股份在没有减少债务负担时增加了杠杆计算的分母，债转股则同时减少了债务又增加了权益。但要增加股票的发行，面临着发行制度和股票二级市场反应的双重约束；债转股与债务核减一样，也会增加债务人的道德风险。权威人士对以债转股降杠杆的方法也大不以为然。他说："不要动辄搞'债转股'……那样成本太高，自欺欺人，早晚是个大包袱。"资产增值，即在资产总量不变的情况下，通过资产价格上涨达到资产重估增值进而增加所有者权益的目的。2014年至2015年上半年，政府曾试图通过刺激股票市场来增加企业的净值，达到降杠杆的目的，结果短时间内造成了股票市场价格的过度膨胀，乃至在股市去杠杆化的过程中导致了股灾，无论对投资者还是对政府都造成了巨大损失。事实证明，通过人为刺激股市上涨来降杠杆，最后反而会带来不可控制的金融风险。

即便增加资本或债转股对企业是可行的，那它也并不适于降低政府的杠杆率。对地方政府的杠杆，显然是采取了杠杆转移或拖延偿付的策略。众所周知，中国地方政府的债务扩张始于2008年的美国次贷危机。虽然地方政府在2009年便可公开发行债券融资，但其规模非常有限，无法满足地方政府的投资需求。于是，政府通过设立各种融资平台（企

业），并以地方政府的某些项目作为抵押品或偿还担保，从商业银行大量借款，在2009年之后的数年间变得十分普遍。这导致了地方政府的债务在短时间内急剧扩张。到2013年6月，地方政府性债务余额达到了178908.86亿元，较2010年底的107174.91亿元增长了7万多亿元。高速扩张的债务使地方政府的杠杆化水平迅速提高，在房地产价格下跌、地方政府土地出让金急剧下降的背景下，地方政府债务风险引起了监管当局和市场的高度关注甚至担忧。

中国实际上采取了多种方法来控制地方政府杠杆和举债。2014年9月，中央政府明确提出要加强地方政府性债务管理，赋予地方政府依法适度举债融资权限，建立规范的地方政府举债融资机制。于是，地方政府发债被分为一般债券和专项债券。前者是为没有收益的公益性项目发行的、约定一定期限内主要以一般公共预算收入还本付息的政府债券，它被列入一般公共预算管理。后者是指为有一定收益的公益性项目发行的、约定一定期限内以公益性项目对应的政府性基金或专项收入还本付息的政府债券，它应当以单项政府性基金或专项收入为偿债来源，其收入、支出、还本付息和发行费用纳入政府性基金预算管理。另一种办法就是债务置换，即地方政府发行定向置换债券，即采用定向承销方式发行一定额度的地方政府债券，用于置换部分存量债务。尽管债务置换可以化解地方政府到期债务不能兑付的风险，通过债务置换，以新债还旧债的债务重组，减缓近期的偿债压力，但是，地方政府债务置换只不过把原来不可流通的非标准化债务转化成了可流通的标准化债务，这丝毫没有减少地方政府的债务存量，因而也没有降低地方政府的杠杆率，只不过延迟了地方政府的债务风险罢了。因此，降低地方政府杠杆，根本措施仍在于规范和约束地方政府的举债行为，切断地方政府与房地产国企之间的利益同盟。

杠杆转移就是在国民经济内部的不同部门之间转移杠杆，它可以在不增加宏观杠杆率的情况下，将一些高杠杆部门的负债转移到低杠杆部门来承担。实现它的重要条件就是，杠杆率在不同部门之间的分布是不

平衡的。对中国而言，企业和地方政府的高杠杆对应的是居民和中央政府部门的低杠杆，似乎有杠杆转移的良好基础和条件。然而，杠杆转移固然可以改善那些高杠杆部门的资产负债表，但也可能产生新的麻烦。例如，在美国次贷危机前，美国非金融企业部门的杠杆率向居民部门的转移，就导致了后来的次贷危机。更进一步，以房地产行业为例，如果鼓励中国居民部门通过多银行体系大量贷款购房来达到房地产开发企业降杠杆的目的，那么，抵押贷款的高增长可能带动房价超乎预期地上升，这反而会激励开发商更积极地去申请开发贷款或发行新的债券，结果只会导致居民部门与房地产开发商的杠杆率双双上升。由于政府拥有货币发行的权力，其偿债能力似乎可以不受其经常性现金流的约束，但需要注意，非金融企业部门和地方政府的杠杆向中央银行的转移，不过是金融风险的代际转移罢了。

这样看来，降杠杆和化解金融风险，还需要从建立信用市场秩序、严格信贷纪律的微观机制入手。

化解金融风险的基本机制

新常态下的金融风险防范和化解，应从多角度入手，既要在短期内守住不发生系统性风险的底线，又要着眼于长远建立健全的信用与资金借贷机制。

首先，注重微观机制的建设，尤其是社会经济的基本信用制度建设，使金融活动的参与各方严格遵守契约精神成为自觉的行为。例如，资本市场要紧紧围绕服务于实体经济。为实体经济服务是资本市场和金融的生命力所在，资本市场为实体经济“投桃”了，实体经济也理应对金融市场“报李”。由于实体经济是资本的最终使用者，它们对资本的使用效率最终决定了资本市场对投资者的回报率。腾讯、苹果等企业之所以能让投资者称道，根本原因就在于，它们在实实在在地创新，并迅速地

以产品和服务创新去占领之前的市场荒地。二十多年来，中国资本市场为促进实体经济发展、技术进步发挥了重要作用，众多上市公司也为其投资者（股东）带来了丰厚的回报，但也有一些企业出现了亚当·斯密早就说过的不当现象：董事们在监视钱财的用途时，并不那么周到。这最终伤害了投资者，又反过来伤害了企业自身。若企业没有“恒产”，又怎么能让投资者对企业有“恒心”而长期投资呢？我们经常指责投资者不愿意做长期投资，但使用他们钱财的企业是否也该反思一下，主营活动、创新和为投资者创造价值是否足够真诚，可让他们放心地将钱财交给经理人去使用呢？若所有上市公司都能有机地统一投资者/股东创造最大化、客户价值最大化和社会价值最大化，中国资本市场便有了持续、长久繁荣的基因，也会最大可能地降低金融风险。

作为资本市场的重要参与者，证券公司应当廉洁自律，在所有经营活动中，都严格遵守国家的各项法律法规，坚决不触碰法律法规的红线。只有资本市场的各方参与者严格遵守各种行为边界、尊重市场规律、敬畏法律和监管，才能创造利润和价值。资本市场中介服务有“利益冲突”之说，中国资本市场发展中也的确出现过为了揽业务和赚取收入而参与造假制假的现象，严重损害了公信力和形象。在中国进入全面依法治国、法律逐渐成为信仰的新时代，任何为一己之私利的违法违规行为，都应当及时受到法律的严惩。中介机构在各条业务线中，应时时在心中树立起自觉的“监管风暴”警示牌，获得持续稳健经营的能力。只有遵守规则、敬畏法律，呵护投资者来之不易的财富，资本市场才能有活跃的生命力，把金融风险降至最低限度。

其次，面对经济波动，政府的调控应当更加合理化和理性化，不恰当的经济刺激或紧缩政策不仅达不到熨平经济活动的目的，反而可能助长企业或金融机构的过度热情或者过度悲观情绪，这正是造成金融不稳定的因素之一。在货币政策方面，不能采取过于刺激性的货币政策，真正把握“稳健货币政策”的要义。稳健的货币政策，就是要顺应潜在经济增长率变动的中长期趋势，在保持货币信贷适度增长的同时，控制好货

币与信贷投放的节奏，着力优化信贷结构；稳健的货币政策，并不是事后的反经济周期的政策，而应当是避免经济周期波动，因此，前瞻性和把握好调控的力度，是稳健货币政策的应有之义。国内外的历史经验都表明，虽然通过刺激性的货币政策可以使实际经济增长率在一段时间内高于潜在增长率，但这样的“高增长”时间很短。在每一次货币信贷过度扩张的时期，金融机构都会放松信贷标准，松弛信贷纪律，过度借贷之后都会带来经济的剧烈动荡，甚至危机，且经济下降的持续时间要明显超过经济增长的持续时间，经济波动之后的调整成本更大。是故，宁可经济增速慢一点，也要稳一点、持续一点，不能以牺牲长期增长的稳定性而换取短期的较快增长，真正贯彻“稳中求进”。

第三，严密监测、监控和监管系统重要性金融机构金融创新、信贷活动等行为，必要时实施个别中小金融机构倒闭或破产。系统重要性金融机构和中小金融机构的风险暴露对金融体系和实体经济的冲击存在较大的差异，对它们应有差别性的监管和风险暴露后的处置思路。系统重要性金融机构向来存在“大而不倒”的问题，这让它在与监管部门的博弈中占有极大的心理优势，会加剧系统重要性机构的道德风险和机会主义行为。新的资本监管虽然对系统重要性金融机构有附加资本要求，但中国的系统重要性金融机构是国有独大，与政府、监管者之间有直接的姻亲关系，附加资本要求对它们的风险约束比纯市场化的金融机构要弱得多，因此，对它们而言，需要考虑非经济或非资本的约束机制。对中小金融机构可以坚定地实施破产制度，以此加强股东（尤其是大股东）对中小金融机构高级管理人员的风险约束。对系统重要性金融机构，则应加强对金融机构高级管理人员的问责制，健全更加有效的激励约束机制。虽然国内有些金融机构正在建立经风险调整后的业绩考核机制，但信贷风险的暴露具有滞后性，而且有的激励机制起了逆向效应，不恰当的激励机制会助长其经理人员冒过度风险或者隐瞒风险的行为。可考虑的办法之一，是对金融机构高级管理人员的薪酬（尤其是高额的奖金）提取较高的风险准备，只有经历若干年后，只有当主管的业务没有暴露超过预期的风险量后，才返还其风险准备金。

加强对影子银行的监管，将信贷资源引导到能够促进有效率的增长中去，防范系统性金融风险。影子银行体系具有较强的信用创造功能，但很大部分影子银行活动都是在金融体系内封闭循环，只是参与纯粹的金融活动或利用市场价格波动而进行套利，并没有将资金供给引导到实体部门中去。它通过复杂的金融产品隐藏一些重要的金融风险而又游离于银行监管体系之外。影子银行虽然可以丰富金融市场工具，具有转移和分散风险的功能，但它所带来的宏观金融风险不可忽视。对影子银行体系监管不力，则会通过银行表外业务风险传导到银行体系的资产负债表，不仅恶化银行的信贷资产质量，还会通过金融加速器效应扩散和放大对实体经济的不利冲击。

第四，加强金融监管与货币政策的协调配合，充分利用金融监管在货币信贷总量控制与结构调整中的积极作用。尤其是，利用资本充足性监管手段，细化银行贷款的风险权重，并根据宏观经济环境的变化，对贷款风险权重实施动态调整，提高银行对信贷投入、高杠杆和高风险行业的资本成本。资本充足率和银行信贷风险权重的动态调整，既可以起到信贷总量调控之效，也可以调整信贷结构，促使金融机构将部分信贷资源转移到更高效率的行业和企业中去。

第五，清理和整顿地方融资平台贷款，减少政府在金融资源配置中的不合理干预和影响。地方政府融资平台贷款成了中国现行经济体制下的一个特有现象。它不仅表明，地方政府仍然将金融机构信贷当作一种公共资源加以争夺，导致了信贷“公共资源”被过度利用；它也深刻地表明，中国金融体系的市场化改革仍然任重道远。在这种情况下，信贷资源的配置并不以效率为重，而是服务于地方政府争夺信贷资源和追求GDP之需。地方政府融资平台贷款挤压了金融机构对其他实体企业的信贷供给，也扭曲了金融机构对信贷风险的评估和绩效考核。为什么中国在2009—2010年的高信贷扩张时期，企业仍然感到贷款难？原因之一就在于，地方政府融资平台贷款极大地挤占了本应对其他实体企业的贷款。地方政府之所以乐意发展融资平台贷款，就是因为，地方政府在利

用信贷资源方面存在不对称的利益与责任，因此，强化地方政府承担金融稳定的职责，强化地区金融稳定对官员升迁的约束机制，是减少地方政府通过诸如融资平台之类的机构干预金融机构信贷配置的可能选择之一。

最后，政府参与金融风险救助与化解要以不助长道德风险和机会主义行为为底线。当出现金融风险后，政府往往会积极地参与救助和提供流动性。政府参与风险救助与化解的好处在于，可以在一定程度上遏制风险的传染性，因而可以发挥金融稳定的作用。但政府的救助也可能助长市场参与者，尤其是具有系统重要性金融机构的道德风险和机会主义行为，损害金融体系的稳定。有鉴于此，政府在化解金融风险的过程中，应当将救助与市场惩治、与相关主要责任人员的惩戒相结合，不因救助而损害金融机构审慎经营的原则。

金融风险化解新机制：存款保险

存款保险制度作为金融风险防范的重要机制，于2015年正式进入中国金融体系。这意味着，存款保险基金、证券投资者保护基金、保险保障基金分别构成了银行、证券、保险三大金融消费领域对应的基本公共金融安全网。这也同时意味着，在未来的中国金融（非系统性）风险处置中，市场化的机制将会发挥越来越重要的作用。鉴于存款依然是中国老百姓最重要、最基本的财富管理方式，相对于证券与保险，它涉及的面更广泛，它的实施与老百姓的切身利益更加直接和攸关，笔者在此专门探讨中国金融风险化解中新生的存款保险。

存款保险是金融稳定器

存款保险，即是由符合条件的各类存款性金融机构缴纳一定的保险费后，当其发生经营危机或破产倒闭时，存款保险机构向其提供财务救

助或直接向存款人在限额内支付存款，从而保护存款人利益、稳定金融秩序的一种制度。存款保险是危机的产物，诞生于20世纪30年代初的大萧条期间。那次危机导致全美先后有9755家银行倒闭，存款人损失约14亿美元。银行倒闭导致了信贷紧缩，进一步加剧了危机和经济衰退，极大地影响了随后的国际经济乃至政治走向。为了应对危机，罗斯福总统实施了一系列新政，联邦存款保险公司（FDIC）于1933年7月应运而生。

在美国实施存款保险制度之后，越来越多的国家加入了存款保险的行列。世界上已有110多个国家和地区建立了存款保险制度，金融稳定理事会（FSB）的24个成员中，已有21个建立了存款保险制度。在这样的背景下，中国建立存款保险制度顺应了全球金融安全网的潮流。

存款保险并不只有鲜花和掌声，向它拍板砖的也不少。拍砖者认为，存款保险最严重的弊病在于道德风险。因为被保险的存款者们知道，一旦银行倒闭，他们并不会蒙受什么损失，当他们怀疑银行在经营上冒过大风险时，也不会通过提款来对银行施加市场规则的约束。结果，较之未投保而言，对存款投了保的银行会冒更大风险。但我们认为，存款者本来就没有去监督银行的动机，因为银行面对的是大量分散的存款人，存款者的监督面临搭便车问题，即监督的成本是由监督者本人承担，而监督的收益却要由所有存款者分享。因此，有无存款保险，存款者对存款机构的监督并无差异。

在实践中，存款保险发挥了金融稳定器的功能，避免了大面积的银行挤兑。由于银行与储户之间存在信息不对称，当有某银行陷于困境的传言时，很容易发生存款者在银行门口排长龙挤兑的现象，结果会加剧银行的流动性枯竭，甚至更大范围的银行挤兑，使得本来只是单个银行或局部的银行流动性困境，迅速演化成银行系统性的挤兑。马歇尔说：“在挤满了人的戏院里，一根点燃的火柴落在冒烟的东西上，往往会引起一片混乱。”他的这一比喻也适用于没有存款保险的银行体系。

在19世纪至20世纪初，美国大约每隔20年就会发生一次大的银行恐慌；在20世纪20年代的繁荣时期，平均每年约有600家银行倒闭，在美国建立存款保险制度之前，银行挤兑常有发生。可见，存款保险是建立在银行危机史的教训上，从保护存款人利益、维护金融体系安全的角度出发而建立的金融安全网。罗斯福在第一次炉边谈话中说："在我们对金融体系进行重新调整的过程中，有一个因素比货币和黄金还重要，那就是人们的信心。信心和勇气是成功地完成我们的计划的必备条件。"存款保险就是提高人们对银行体系信心的一种手段。事实证明，美国存款保险制度很好地起到了危机免疫的作用，极大地减少了美国银行倒闭和挤兑的可能，银行在不利外部冲击下也能履行其基本职能。从1934年联邦存款保险公司创立之后，美国银行倒闭的数目平均每年不过十多家，即便是像2008年的次贷危机，美国银行业也没有遇到大麻烦。不能不说，存款保险在其中发挥了极重要的作用。我们甚至可以说，中央银行的建立，没有阻止银行挤兑；而存款保险制度的建立，却让银行挤兑不再成为常见的银行恐慌现象了。

中国存款保险制度的基本安排

在分析存款保险对中国金融体系的深远影响，以及在实施存款保险中仍需要解决若干问题前，有必要剖析一下中国存款保险制度的基本方面。根据《存款保险条例》，中国存款保险基本制度和核心要件主要有以下几个方面。

第一，投保机构范围，即为在国内设立且在国内经营的所有吸收存款的银行业金融机构。但投保主体是具有独立法人资格的金融机构。这意味着，商业银行分布在国内的分支机构和网点均不是存款保险的参与主体，因此，存款人的本金安全并不取决于某家银行分支机构的稳健性，而是取决于该行所有分支机构经营的总体稳健性。同时，外资金融机构在华设立的分支机构不参与存款保险。是故，我国的存款保险是一种"内外有别"的安排。

第二，保护对象与限额偿付。存款保险只保护居民在商业银行的储蓄存款。企业存款和居民在银行购买的理财产品，则不在保护之列。也并不是居民在银行所有的存款都会得到存款保险的保护。《存款保险条例》规定，存款保险最高偿付限额为人民币50万元。可见，存款保险旨在保护中小储户的资金安全。据央行统计，国际上存款保险最高偿付限额一般为人均GDP的2至5倍，我国50万元的存款保险为2013年我国人均GDP的12倍，高于世界多数国家的保障水平，能够为99.63%的存款人提供全额保护。同时，存款保险限额并不是固定不变的，可根据宏观经济和金融运行状况等因素调整最高偿付限额。

第三，存款保险具有强制性。它并不是境内存款机构基于为存款人本金安全着想而主动购买存款保险，不管乐意与否，存款类机构都必须按照保险费率与限额内存款余额缴纳相应的保险费，就像国内所有机动车都必须购买交强险一样。在存款保险中，存款者是保险的受益人，保险费用并不直接由储户承担，而是直接形成投保机构相应的成本。

第四，存款保险费率差别化。保险是一种风险分担的机制，任何保险费率的确定都应当与风险相挂钩，即潜在风险越高的存款机构，需要支付相对更高的存款保险费率，反之则反是。但具体的保险费率标准，由存款保险基金管理机构根据经济金融发展状况、存款结构及存款保险基金的累积水平等因素制定和调整。

第五，存款保险基金管理机构的职能。存款保险基金的基本职能就是在收取存款类机构缴纳的存款保险费后，为储户限额内的存款提供安全保障。由于金融风险总是客观存在的，存款保险并不意味着金融风险的消失，因此，存款保险不过是金融风险向存款保险基金转移的过程。由于存款保险基金要承接由存款类机构转移的风险，它对投保机构的监督，就是降低存款保险制度下存款机构的道德风险、机会主义行为等有损于金融稳定的重要机制。世界上实施存款保险制度的其他国家，都会赋予存款保险机构对投保机构的相应监管职能与权限。中国就明确了存

款保险基金管理者不仅可以参加金融监管协调机制，而且还与央行、银监会等监管机构信息共享，对影响存款安全和存保基金安全的投保机构提出风险警示等。诚如前文所述，分散的存款人根本无法对银行的信用和还债能力进行实时监督，而存款保险在对存款机构的监督方面既有规模经济效应，又有专门化的风险识别能力，更因为监督的收益内部化，使其有更高的积极性去经常地监督投保的存款机构。

存款保险开启中国金融新时代

存款保险制度虽然是舶来品，但它的问世，对于过去长期依赖于政府隐性担保的银行信用体系会产生多方面的影响，中国银行体系的内在结构和机制也会随之出现一些新变化，存款保险将开启中国金融的新时代。

首先，存款保险重塑了中国金融安全网。在建立存款保险之前，中国的金融安全网主要是通过风险货币化来实现的。当一家存款机构不能按时向存款者支付本金和利息，或者可能危及局部的金融稳定时，为了防止金融风险演变成社会风险，央行往往会通过发放专项贷款或票据的方式给予救助，存款者的本金安全是由央行的货币化途径来实现的。存款保险制度的建立虽不能完全避免金融风险的货币化，但在非紧急的非系统性风险情况下，则可以避免此种情况的频繁发生。

第二，存款保险将促进中国金融风险处置的市场化。对于银行存款，中国向来有隐性担保之说。在隐性存款保险制度下，国家没有对存款保险做出制度安排，但在银行倒闭或出现问题时，政府会采取多种形式保护存款人的利益，形成了公众对存款保护的预期。由于有国家信用做背书，无论宏观经济环境如何变化，无论存款机构经营管理有多大的差异，所有存款者面临的存款无法变现的实质信用风险却相差无几。而一旦出现某家存款机构因经营不善陷入绝境，往往也是由央行出资完成对存款者的兑付，再通过强制性的行政关停并转而处置风险。十八大提

出，要让市场在资源配置中起决定性作用，这不仅意味着资源配置的权利选择机制市场化，也应当包括资源配置的责任承担机制市场化。如何处置和应对金融风险，就集中体现了不恰当资源配置后的风险责任承担机制。存款保险就是风险处置机制市场化的一种安排，因此，在全面深化改革的背景下推出存款保险，本身就是市场化改革的一部分。

第三，存款保险为中国金融领域进一步向民营资本开放提供了风险保障。李克强总理不断强调，对于私权利要法无禁止皆可为。虽然早在十七大政府就提出过要发展多种所有制形式的金融企业，可时至今日，中国民营银行发展仍然十分缓慢。造成这种状况的原因，过去是为了便于政府加强宏观调控的需要，担心民营银行的发展会“扰乱金融秩序”，削弱政府对金融的控制力；后来则实为担心，民营银行不健全的风险管理与控制体系会给金融稳定造成麻烦。缺乏市场化的风险处理机制是制约中国民营银行发展的一个重要因素。鉴于“系统重要性金融机构”极大地影响了次贷危机后的全球金融监管实践和公共政策，更加强化了金融体系中的“大而不倒”倾向，存款保险对规模较小而不在“系统重要性机构”名目中的银行及其存款人，具有更直接的风险缓释效应。由此可见，随着存款保险制度和市场化的金融公共安全网的建立，在简政放权的市场化改革和全面依法治国的背景下，中国民营银行将迎来一个新的历史时期。

第四，金融机构市场化的退出渠道呼之欲出。对储户的保护与对问题金融机构的惩罚，在有效的存款保险制度中缺一不可。有意义的存款保险制度必然涉及“存款类机构破产”与“存款本金保障”两个相辅相成的方面。质言之，它要发挥应有的作用，就要在保障储户资金安全的情况下，更顺利地推进那些经营不善的存款类机构及时退出市场。通过破产等机制及时将那些经营不良者清出市场，是提高市场效率的重要机制。只有存款保险而没有金融机构及时有效地退出，这样的存款保险制度是“跛足”的。与存款保险制度相配套的，应当是推出更加系统、完善的存款类金融机构的破产清算制度。存款保险制度通过建立市场化的风险

补偿机制和制度安排，合理分摊银行倒闭带来的财务损失，能将退出的负面效应降到最低，有助于建立安全有效的银行业机构市场退出通道。市场化的退出机制表明，在中国正积极推动多种所有制形式的金融机构发展、各类民营银行跃跃欲试的金融变革之际，存款保险制度的推出会使未来金融机构的股东承担更大的风险。

最后，引导银行业机构在稳健经营、风险和利润之间更好地平衡。在存贷款利率政策完全放开之前，我国商业银行利润来源仍以利差为主，存贷款规模直接决定了利润水平。存款决定贷款、贷款决定利润，以存款带动贷款从而实现资产负债规模的扩张，便成了银行追求更高利润的常规手段。存款保险制度迫使银行按照存款规模缴纳存款保险的相关费用，在利息成本之外又增添了存款保险的费用，吸收的存款越多，所需缴纳的保险费也越多。若存贷款规模与其资本、风险管控体系不相适应，则又会缴纳额外的风险溢价。所有这些都会提高银行存款的综合成本，对银行扩大经营规模形成一定约束。由于存款保险的风险溢价不仅取决于资本水平和结构，也取决于银行资产的风险水平，为了降低缴纳存款保险费中的风险溢价部分，银行机构就应更好地在规模扩张、风险承担与利润之间进行权衡。

存款保险中仍需解决的几个方面

尽管存款保险的基本架构已清晰地展现在中国金融体系之中，让中国金融体系呈现一些重要的新面貌，但我们认为，中国存款保险制度仍然需要解决好以下几个问题。

第一，处理好存款保险机构与银行监管机构之间的关系。过去常说，中国企业的婆婆太多，影响了企业经营的自主性。在金融领域，则体现为多头监管。中国现在机构型的分离监管在一定程度上避免了一个经营性机构多个婆婆的现象，但在创新业务上又常常造成监管不到位和监管俘虏。《存款保险条例》赋予我国存款保险机构银行监管职能，如

何协调它与银监会之间的关系，直接关系到银行体系的监管效率。存款保险机构与银行监管机构在监管权方面应当各有侧重、互为补充。监管机构主要是对银行的经营和风险状况进行合规性检查，确保银行体系的稳健运行和防范系统性风险。存款保险机构对于监管权的索取是自身经营的需要，通过调整费率和信息披露等方式对问题银行进行早期干预和及时校正，减少问题银行退出时的处置成本和基金的损失。在监管信息方面，银行监管机构等职能部门的信息共享平台，可为存款保险机构提供监管和确定费率时所需的基础性资料，节省存款保险机构的成本支出。此外，存款保险机构通过市场化机制（如制定差别费率）可以实现对投保机构的实时监测，在一定程度上弥补监管机构的监管漏洞。

第二，存款保险机构的赔付与中央银行的最后贷款人职能不可相互替代。最后贷款人是中央银行通过再贴现或再贷款等方式，向暂时出现流动性困难的商业银行提供流动性援助，以确保整个银行体系稳定的一种制度安排。它在理论上只向暂时出现流动性不足但仍然具有清偿力的机构提供援助。存款保险制度的付款箱功能只在问题银行破产退出时才发生作用。此外，存款保险制度的目的在于保护存款人的存款安全，这间接保护了商业银行免受存款人挤兑的冲击。存款保险制度对中央银行最后贷款人职能起到了补充作用，但它并不能保护银行免受由其他因素引起的流动性冲击。

因此，存款保险正式推出后，并不意味着政府会完全退出对金融机构的隐性担保。即便是在强调自由竞争、破产清算对金融机构过度冒险的惩戒作用的国家，政府也会对陷入流动性困境的某些金融机构给予救助。尤其是，当系统性金融风险导致大面积的金融机构陷于困顿之中，存款保险也无力给予足额的赔付之时，中央银行仍需要发挥其最后贷款人职责。质言之，央行的最后贷款人职责从一开始就奠定了政府为金融机构提供的隐性担保，这丝毫没有因为存款保险制度而弱化。作为全球第一个推出存款保险制度的美国，在2008年次贷危机期间，美联储就对花旗银行、美国银行等分别提供了数百亿美元的贷款。更何况，随着金

融结构多元化、金融机构之间的业务交叉与融合越来越突出、金融的紧耦合性日益强化，包括中央银行最后贷款人在内的政府隐性担保，反而从传统银行业机构扩大到了所有金融机构和提供流动性的金融市场。可以想见，即便中国推出了存款保险，但由于中国金融结构日益多元化、复杂化，政府出于金融稳定乃至社会稳定的考虑，仍会对公众资金的安全性提供隐性担保，在必要时施以援手。这告诉我们，中国在未来存款保险的具体实施中，需要进一步明确显性存款保险与政府隐性担保之间的界线。

第三，应当重视差别化费率对中小银行造成的冲击进而对银行体系竞争的潜在影响。中小银行由于体量小，资金相对薄弱，经营风险大，破产的概率在理论上也相对更高。出于风险溢价的考量，存款保险机构会对中小银行设定相对较高的保险费率，这无疑加大了中小银行的负债成本。同时，由于差别化费率是基于不同的风险评定等级来确定投保银行的保费水平，它代表了对应不同银行的经营风险及其对存款安全性的判断。因此，对外公示差别化费率会对市场预期产生影响，并加速中小银行的问题暴露。为此，如何缓解差别化费率对中小银行的负面冲击是未来需要解决的一个重要问题。一个简单的办法是，将存款保险机构对银行的评分水平和评价等级区别对待：评分及具体费率的设定内部掌握，评价等级对外公布。将存款保险机构对银行的评分视作工作过程资料，不对存款人披露评分和保险费率的具体情况，只将最终的评级对外公示。

在推出存款保险后的近期阶段，配合政府“加大定向调控”的宏观经济政策，运用差别化的存款准备金率减轻推出存款保险对小银行和新生民营银行的冲击。存款准备金最大的功能，就是银行体系为应对存款者取款需要而进行的流动性管理的安排。在商业银行发生支付危机时，可以提用存款准备金，事实上在相当程度上承载着存款保险的职能。在经济新常态下，我国法定存款准备金率已步入下行通道。如果我国法定存款准备金率在逐步下降的过程中，能继续扩大大型和中小型金融机构之

间的差异水平，就可以弥补中小银行在差别化费率上所处的不利地位。同时，由于存款准备金的差别化只体现在大型和中小型金融机构两个档次上，它并不会对差别化费率的市场激励机制产生过多影响。

第四，应当关注投保机构范围的确定可能造成的潜在影响。根据《存款保险条例》，外资金融机构在华设立的分支机构不参与存款保险，这相当于降低了外资金融机构的融资成本，影响市场的公平竞争。随着利率市场化过程中存款利率的逐步放开，由于在华外资金融机构不需要为储户购买存款保险，它们就可以相对更高的存款利率为储户提供风险补偿。但很多老百姓更看重的是眼前的收益，忽视当期收益中所包含的风险溢价。一旦出现这种状况，在华外资金融机构的存款竞争力会相应上升，存款“外资金融机构化”会给境内机构带来新的压力。更何况，这种“内外有别”的制度安排，本身就会强化那些被要求强制性投保机构的监管套利动机。这会给境内存款性金融机构带来新的压力。从国际经验来看，金融稳定理事会成员国对外国银行本国分行都提供存款保险；欧洲经济区（EEA）成员国无须为其他EEA成员国的外国银行提供存款保险，而是由母国提供，但非EEA成员国的银行必须加入东道国的存款保险。为此，我国的存款保险机构可考虑加强与国际组织的协调，对外资机构是否纳入我国的存款保险范围进行区别对待：对于未在本国进行投保的外资金融机构，需纳入我国存款保险的范畴；对已在本国投保的外资金融机构，可不受《存款保险条例》的限制。

第五，应当重视存款保险机构的早期纠正功能，也应当建立存款保险的正向激励机制。在金融机构暴露出问题后对存款人的赔付，只对存款风险有消防员作用。但这并不是存款保险的终极目的，其最重要的目标应当在于提高金融体系的稳定性。因此，对问题银行的早期纠正，也就成了存款保险制度中非常重要的环节。我们认为，在金融稳定的意义上，这甚至比对存款的赔付更为重要。引入早期纠正机制，可为存款保险机构提供一道缓冲，提前介入配合监管部门对风险进行防范。从我国的《存款保险条例》来看，早期纠正可分为两个方面，一是非正式纠正

措施，即存款保险机构发现投保机构存在影响存款安全的行为时，可对其提出风险警示；二是正式纠正措施，即若投保机构未在限定期限内改善相关问题，则提高其适用费率。要及时实现早期纠正，就需要存款保险机构及早获得投保机构较全面的风险信息。同时，差别化的存款保险费率也应当从横向和纵向两个维度来体现。在横向上，不同风险程度的银行缴纳的存保费率有所差异；在纵向上，同一机构因资产质量的变化，前后适用的存保费率也会有变化。通过存款保险费率在时间轴上的变化，为存款机构建立正向激励机制，降低存款机构的道德风险和机会主义行为，这也减少了存保机构进行早期纠正的必要性。

第六，为存款保险基金设置一个适度的规模。如果存款保险基金规模过小，则无法覆盖问题银行的处置成本和退出成本；基金规模过大，则会加重银行负债端成本；基金的投资标的限定为信用等级较高的政府债券和央行票据等，其收益率相对较低。从国际经验看，各国的基金余额与存款余额的目标比率差异较大，例如美国的目标比率设定为1.25%，委内瑞拉将其设定为10.11%。我国在设定基金规模时既要考虑问题银行的处置成本、日常的监管成本，还要考虑我国目前的实际。例如现阶段我国银行牌照的稀缺性，决定了对问题银行进行重组要比直接破产更具有经济价值，为此，存款保险机构直接对存款人进行理赔的概率相对较低，这在短期内减少了对基金规模的需求，为保险基金在起步阶段的积累创造了良好的环境。随着银行业向民营资本开放的深入，再逐渐提高存款保险基金与存款余额的比率。

最后，推出存款保险后，仍然需要特别注重存款类金融机构的股东与其经理人员之间的委托代理关系所造成的影响。在保险和信贷市场上，由于信息不对称，素来有“逆向选择”与“道德风险”的后果。中国实施了强制性的存款保险制度，逆向选择不会成为存保基金必须面对的问题，但如何克服投保机构的道德风险给存款基金的损害，仍然是必须面对的问题。道德风险正是一些人质疑存款保险有效性的重要依据。解决投保机构发生道德风险的途径之一，就是赋予存保机构的金融监管职

能。这些对克服投保机构道德风险固然极其重要，但只是辅助性的金融稳定功能，毕竟，它更多依靠事后的结果提出警示。由此可见，即便有了存款保险，存款类机构的稳健性，最根本的仍在于解决投保机构股东与其经理人员之间的委托代理问题，强化股东对投保机构经理人员的约束，通过激励相容与满足参与约束的合约结构，促使银行经理人员在平衡风险与收益中稳健经营。

金融风险监管全覆盖

经济新常态下防范和化解金融风险，需要金融监管全覆盖。这对中国金融监管提出了新的要求，它应成为防范金融风险的基础制度之一。

金融风险具有传染性，局部金融风险的爆发，若处理和应对不当，很容易形成全局性的系统性风险。比如，股票市场大幅下跌就可能给银行业造成不利影响。一方面，许多上市公司的重要股东将股票质押给了银行，一旦股票市场过快大幅下跌，就可能直接影响股票质押贷款的资产质量，若银行在股价跌至平仓线前为求自保而强行平仓，则可能造成股票市场因流动性螺旋而进一步下跌，产生资产价格波动的加速效应。另一方面，股票价格下跌还直接减少了那些持有上市公司股份的企业的净值，这会增加它们的外部融资溢价，使其融资成本上升，银行在向它们发放贷款时就面临更高的逆向选择和道德风险。反过来说，若银行不良贷款上升导致了信贷紧缩，金融市场的流动性受到挤压，那么，无论是股票市场还是债券市场都会受到宏观流动性收缩的不利影响。同样，公开市场债务违约也会传染至权益资本市场，无论是美国次贷危机还是欧债危机，都造成过股票市场的大幅下挫。

局部的金融风险暴露演变成系统性的金融风险，实体经济就会受到沉重的打击，甚至陷入较长时期的衰退，增长乏力，失业高企，企业信心尽失。美国次贷危机发端于次级抵押借款者违约这一局部性的金融风

险，但很快传递到了相关的资产支持证券和股票市场。任何一次金融危机都必然造成对实体经济的沉重打击。发生在20世纪30年代的大萧条，导致美国失业率高达25%，民不聊生。最近的美国次贷危机和欧洲主权债务危机都表明，金融风险的暴露对实体经济具有极大的杀伤力，乃至于美国经济的复苏经历了七年的漫长时间，依旧显得脆弱而步履蹒跚；在欧债危机后，欧元区的复苏扑朔迷离；日本在20世纪泡沫经济破灭后至今都未能恢复元气，无疑与它所经历的各类金融危机息息相关。

中国现在已进入增速换挡的新常态时期，稳增长成为近年来政府宏观经济政策最重要的目标。为了在2020年实现全面建成小康社会，“十三五”期间的年经济增长目标为6.5%。在潜在增长率出现下降趋势、有效增长新动力尚未形成的背景下，任何金融风险的闪失都可能使稳增长的努力化为泡影。因此，防止发生系统性金融风险，不仅成为当下政府稳增长的必要外部条件，而且也是实现“十三五”规划目标的重要条件，更关乎中国能否在2020年实现全面建成小康社会的目标。

然而，形成金融风险的原因十分复杂，要准确地判断金融风险的强度和破坏性并不容易。政府当局要采取合理有效的措施，既能化解金融风险于无形，又能确保金融的稳定，是十分考验智慧的事。在危机初期，由于当局的预判失误，导致应对措施不当的教训，国内外都不少。例如，20世纪30年代初的大萧条、2008年的美国次贷危机爆发之初，美国政府均低估了它的破坏性影响。曾被誉为经济沙皇的格林斯潘甚至在次贷危机前认为，美国根本不可能发生危机。中国当局也承认，本来是为了化解风险的监管措施，但因时机、力度不当，结果加剧了市场的波动。例如，本意为市场参与者提供冷静期的熔断机制，反而促发了2016年初市场的大幅下跌，为各方所诟病。这些都充分表明，防范和应对系统性金融风险，其实知难行亦难。

中国现在对金融风险监管的全覆盖显得比过去任何一个时候都要迫切。这是因为：首先，金融创新的不断发展，新的金融产品层出不穷，

金融活动的形式日益多样化和复杂化，导致现代金融活动具有复杂性和紧耦合性的特点，金融风险的表现形式也更加多样化、隐蔽化和复杂化，金融风险的暴露具有了更强的传染性和全球化的特征。这决定了，在原有的监管体制下，政府在金融风险的监管方面难免留下一些监管真空。其次，中国现在的宏观杠杆率非常之高，在全球经济体中已进入高杠杆之列，乃至于2015年的中央经济工作会议把降杠杆列为2016年的五大工作任务之一。高杠杆加剧了中国金融体系的脆弱性，也造成了大量金融资源被无效配置，所谓僵尸企业，就占用了大量信贷却没有生产有效的社会产品。高杠杆已然成为金融风险的集中区时，信用链的运转就显得比较脆弱。

实际上，中国现在的金融风险从多方面表露出来。2015年股票市场中“改革牛”泡沫的破灭就表明金融风险更加复杂化。在央行、证监会等各方面救市过程中，政府就一再强调坚决守住“不发生系统性风险的底线”。股票市场由于其交易价格是公开的，任何会影响到股票资产的风险都可能在股票价格中反映出来，因此，股票市场的系统性风险是直观的、可感触的。但其他一些金融活动，系统性风险更隐蔽一些，甚至可以加以粉饰。诸多场外融资活动的系统性风险已在逐渐积累，并在逐渐暴露。银行业不良资产额与不良率双双大幅攀升，使得银行的拨备覆盖率大幅下降，正在消耗商业银行的资本。以P2P为代表的互联网金融的风险火山一个接一个爆发，不仅给大量参与者造成了巨大的经济损失，还成为影响社会稳定的因素之一。在各种信贷活动高速扩张之后，信用风险的上升或爆发信用事件，几乎是逃不开的必然结果。

面对逐渐暴露的金融风险，政府已经采取或正在采取相关措施予以化解。对地方政府债务风险，已经采取了债务置换，延缓了地方政府的偿债压力。

面对银行体系不良贷款增加可能产生的金融与经济风险，政府试图通过债转股和不良资产证券化的方式加以化解。从积极意义上说，债转

股与不良资产证券化都能够改善银行业机构的资产负债表，防止由不良贷款积聚而产生信贷紧缩，具有宏观稳定效应。至于以高回报为诱饵的网络借贷，除了动辄数百亿元的东窗事发让众多出借人遭受无可补救的损失外，政府似乎还没有统一的整饬措施。

当然，这些都只是事后的补救措施，都没有从根本上消解潜藏的金融风险。无论是地方政府债务置换还是不良资产证券化，都没有免除债务人的偿还义务。债务置换不过是推延偿债时间而已，也并没有达到地方政府“降杠杆”的目的；不良资产证券化固然可以让银行“全身”而退，但证券化的债券持有人则承担着债务人违约的风险。2008年的美国次贷危机就表明，证券化安排并没有消除系统性金融风险，反而因为复杂的证券化结构安排使得风险更加复杂化、不可量测化，结果加剧了风险的传染性。因此，无论是地方政府债务置换，还是不良资产证券化，都没有真正化解金融体系中的系统性风险。至于债转股，可以在一定程度上迅速地降低企业的杠杆率，但银行贷款贷成股东，本身就是金融风险的外在表现。

因此，与其在事后采取补救措施来防止系统性金融风险，不如在事前采取稳健的宏观经济政策，规范各类借款者的行为。事实上，杠杆和系统性风险的累积，与历次政府在面临经济下行时所采取的激进货币刺激政策息息相关，国内外均是如此。比较有讽刺意味的是，虽然金融危机最终是由不可持续的高杠杆引发的，但解决危机需要降杠杆时，政府为防止信贷和通货紧缩而不断降低利率，以刺激私人部门的借贷，即以鼓励私人部门加杠杆的方式暂时地走出危机的冲击。但这样的刺激政策种下了下一次危机的种子。是故，防止系统性金融危机，需要政府在稳增长的过程中，不能好高骛远，经济增长既要考虑“需要”，也要考虑“可能”。更确切地说是稳增长的“需要”应当服从“可能”。

规范借款者的行为对防范系统性金融风险的重要性不言而喻。金融危机的直接导火索就是借款者过度借款，超过了自身的实际偿付能力而

最终发生违约。当然，这里面又有不同的情况。一种是因对未来的形势判断出现重大失误，在当时看来正确的决策因外部环境的变化而导致违约。典型的是，近年来中国僵尸企业集中的钢铁、煤炭行业的债务，就与近年来钢材、煤炭价格的持续大幅下跌相关；新兴行业的出现，让许多企业因看到“光明前景”而过度投资和过度借贷。此种情况大多发生在有组织的金融体系之中。另一种是那些恶意借款者，一开始就是以高回报为诱饵设计的骗局。这主要发生在非正规金融体系之中，e租宝、中晋系就是典型。以上两种均是发生在私人部门。近几年中国还有一新的情况就是地方政府的过度借贷也潜藏了较大的系统性风险。地方政府的过度借贷、地方政府的软预算约束，以及地方政府对金融资源的掠夺性使用，均与其承担的金融稳定职责不对称有关。

以上无非是想说，在规范借款者的行为时，要求企业对未来的宏观形势、外部环境有更恰当的判断，不能跟风而过度投资，对任何实物资本的投资都保持理智与冷静。对于各类创新性金融活动，固然要鼓励，但也要加强监管，防止过度金融创新和滥用金融创新，一切金融创新的底线就是不能带来可能的系统性的或巨大的金融风险，不得利用或制造信息不对称而获取不正当利益。就此而论，对所谓互联网金融的发展，尤其是以借贷为目的所谓互联网金融活动，要多加警惕。至于防止地方政府的过度借贷，不仅需要改革中央与地方政府之间的财权事权关系，而且还需要让地方政府承担其应承担的金融稳定职责。

防止系统性金融风险还需要改革金融监管体系，即实现金融风险监管的全覆盖，不留空子。为此，需要改革现行的金融监管体制，实现从机构型监管向功能型监管的转变，监管体制要适应金融创新和日益明显的混业经营新特征，防止因监管者之间的“监管竞争”而出现过分“监管俘虏”现象，纵容过度的金融创新，留下系统性金融风险的隐患。从这个意义上说，现在坊间流传甚广的一行三会合并，应当是实现“金融风险监管全覆盖”目标的一个监管方向。当然，这其中，由于历次金融风险暴露后，都需要由央行履行最后贷款人的职责，强化央行在全面金融

风险监管中的作用，也是非常必要的。

第8章 信用债券市场风险新生态

本章导读

中国企业债券违约来得比人们预想的要快。已有的违约是从民企到央企、再到地方国企的由点到面的演变过程；是从无法支付当期利息到本息皆无力偿还，投资者潜在损失越来越大的过程；是从公司债到中票PPN、再到短融的期限“由长及短”的过程；违约风险有逐步向评级高、股东背景较强的方向演化的趋势。违约的演变过程说明：违约，一切皆有可能。

债券违约只是全球信用债违约上升的一个组成部分，不过是宏观经济景气下降的镜像。但宏观经济与需求不振所形成的冲击，在不同行业间的分布并非均匀，债券违约具有重要的行业性根源。企业过高的杠杆率、治理机制不完善、持续亏损、经营活动与投融资活动现金流较低，是信用债违约最重要的微观根源。

债券违约拖累一级市场，影响债券市场的融资功能，二级市场也难以幸免。债券市场信用风险、价格风险（收益率风险）和流动性风险相辅相成。信用风险上升给收益率施加了上升的压力，流动性因此而下降，并反过来强化信用风险。违约还导致社会对信用的定价出现混乱，金融市场系统性风险偏好下降，价格可能对企业资信做出错误反应。违约还会通过金融加速器机制对宏观经济造成严重的冲击。

但债券违约并不全是恶魔，违约本身就是信用表现的一个方面。打破刚性兑付和适度违约，可以还原信用的本来面目，有利于发挥投资者的约束，使债券市场收益率更好地与信用风险、企业资金使用效率相匹

配，因此，适当违约将提升债券市场的价格信号功能。在这个意义上，违约是中国债券市场走向成熟不得不经历的浴火与炼狱。

无论是宏观环境，还是发债企业自身的微观因素，都可能使中国债券市场迎来“违约”的新常态。但这并不会改变债券市场发展的大方向。不断增加的债券违约提醒我们，需要创造更好的条件，促进债券市场稳健发展，包括：稳健的宏观经济政策；发债企业应把“信用”当作“信仰”，严格树立信用契约精神；强化约束中介机构尽责履职；完善债权人司法救济制度，使之成为保护投资者的最后机制；加强投资者保护，完善偿债保障条款；完善债券持有人会议制度与受托管理人制度；债券市场创新应在不放大风险、减少风险传染的前提下进行。

中国债券市场已得到了快速发展，在极短的时间内，中国就已发展成为全球第三大债券市场，信用债券规模甚至已经居于全球第二位。债券市场发展改变了中国的金融结构，企业有了更加市场化的融资手段。但在债券市场发展促进中国金融市场化和结构变动之时，与之相关的另一个因素——信用违约也成为中国金融市场的新现象。随着债券市场规模的扩大，发债企业越来越多样，不同评级的信用债券进入中国金融市场，一定范围内的违约也将成为债券市场的常态，需要采取多方面措施促进债券市场稳健发展。

企业债券违约：信用的小船说翻就翻

中国企业债券违约，来得比人们预想的要快、要猛烈。自2014年3月超日债违约至2016年7月，在银行间和交易所发行的已违约信用债共有27只，涉及金额近400亿元。总体而言，中国违约信用债分布具有强周期性和产能过剩行业的特征。光伏、运输、采掘、钢铁等行业违约较多。在已经违约的发行主体中，产能过剩行业的发行主体占比70%以上。当然，违约并不局限于强周期性行业，现在已经扩展到食品饮料、

运输等非周期性行业。随着经济的下行或者在一个时期保持L型增长态势，非产能过剩的发债主体也会面临事件冲击导致流动性收紧而出现违约的风险。

更具体地，可以将中国已有的企业债券违约大致分为四类。

第一类是行业景气度低迷类。该类型的违约路径可以做如下刻画。经济下行，下游产业需求低迷，使得处于上中游的强周期产业（如煤炭、钢铁、有色、新能源、化工等多个行业）产能过剩，行业产品价格持续下降，企业盈利能力下降，经营亏损导致资产大幅缩水；但由于工资刚性和各类税费使得营业成本没能随产品价格下行而成比例地下降，大幅侵蚀企业利润；但由于在上一景气中进行了大规模投资，债务规模大幅攀升，短期债务集中到期引起流动性风险快速积聚，最终导致发债主体自身偿债能力下降甚或资不抵债。此种类型的违约主要集中于产能过剩行业，如煤炭、钢铁、光伏、化工等，发行人性质包括民企、央企、地方国企，但以央企及地方国企为主。总体而言，这类违约企业资产负债率普遍较高，个别企业高于90%甚至已经大大超过100%；流动比率、速动比率绝大部分都小于1，经营活动现金流量净额/带息债务小于0.1，即不论是存量资产的偿债能力，还是经营创造现金流，都难以有效偿还存量债务。质言之，此类违约是由债券发行人的财务状况持续恶化引起的。

表8.1 2014年以来的信用事件

时间	债务主体	涉及债券	事件回顾
2014 年 3 月	超日太阳	11 超日债	公募债券利息违约第一单
2015 年 4 月	湘鄂情	S 湘鄂债	公募债券回售违约
2015 年 4 月	保定天威	11 天威 MTN1 等	央企公募债券违约第一单
2015 年 5 月	珠海中富	12 中富 01	公募债券本金违约，2015 年 7 月足额偿付
2015 年 9 月	二重集团	12 二重集 MTN1 等	央企违约第二单
2015 年 10 月	中钢股份	10 中钢债	央企企业债违约第一单
2015 年 10 月	天威英利	10 英利 MTN1	本金违约
2015 年 11 月	山水集团	13 山水 MTN1 等	股权争夺导致公司业务停滞
2015 年 11 月	云煤化	12 云煤化 MTN1 等	云煤化事件在云南省政府干预下并未债券违约，但贷款逾期
2015 年 12 月	四川圣达	12 圣达债	民营企业债违约第一单
2016 年 1 月	上海云峰	15 云峰 PPN001 等	信息披露存在较大瑕疵，违约事件引起轩然大波

2016年2月	亚邦集团	15亚邦CP001	实际控制人被控制导致资金周转困难，2016年3月本息兑付
2016年3月	宏达矿业	15宏达CP001	重组事项失败导致债务违约
2016年3月	南京雨润	15雨润CP001等	地产等业务拖累业绩，实际控制人被监视，资金周转困难
2016年3月	东北特钢	15东特钢CP001等	地方国企违约第一单
2016年4月	中煤华昱	15华昱CP001	煤炭央企子公司违约
2016年4月	中铁物资	15铁物资SCP004等	虽未违约，但对市场产生巨大冲击，导致大量债券取消发行
2016年4月	广西有色	13桂有色PPN002	经营活动已基本停滞，资不抵债
2016年5月	蒙奈伦	11蒙奈伦	停牌事件等存在较多瑕疵
2016年6月	四川煤炭	15川煤炭CP001	6月7日发布兑付公告，14日公告兑付存在风险，再一次打击投资者信心

资料来源：根据Wind整理

表8.2 第一类违约主要财务指标

违约主体	资产负债率（%）	流动比率	速动比率	现金流净额/带息债务
中科云网	92.74	0.90	0.90	−0.06
天威集团	331.19	0.42	0.38	0.0024
中钢股份	94.87	0.92	0.75	0.08
中国二重	145.82	0.41	0.23	−0.0909
四川圣达	84.54	0.58	0.53	0.0031
广西有色	93.33	0.65	0.50	−0.01
东北特钢	84.26	0.61	0.34	0.0451
中煤华昱	85.85	0.92	0.50	0.0572
中铁物资	87.03	1.25	1.12	−0.0964
均值	122.8	0.74	0.58	−0.008

资料来源：根据Wind整理

第二类是企业经营不善与突发性风险事件冲击叠加引起的。此类违约酝酿时间较短，事前更不可预测。之所以不可预测，是因为它们的财务指标并没有显示出长久的恶化，这与行业景气长期低迷类违约很不相同。发行人的资产负债率并不很高，整体处于较为合理的范围内，速动比率也各不相同，大致在0.5—1.0之间，流动比率多数大于1，长短期偿债指标明显好于第一类违约企业。但大多数发行的经营活动现金流净额/带息债务依然小于0.1，这表明，债务的流动资金保障非常脆弱，一旦因公司治理或股权问题等产生突发性的事件冲击，就很容易导致流动性紧张和违约。

这类违约主要以民营企业为主，股东背景较弱，发行人自身的经营能力受制于核心资产，一旦核心资产被剥离，债券信用就主要依赖于内外部担保。但遗憾的是，此类企业普遍受到股权事件、公司管理等冲击，内部担保形同虚设；发生违约后外部偿债担保也难以发挥信用缓冲

的作用，无法通过有效的融资活动提供偿债资金。例如，在此类违约中，银行可用授信额度与带息债务总额之间的比率，绝大部分都低于1，有的甚至不到0.2。一旦爆发违约风险，投资者对于债务偿还的保障性就大大降低。

表8.3 第二类违约企业主要财务指标

违约主体	行业	发行人性质	资产负债率（%）	流动比率	速动比率	现金流净额/带息债务
超日太阳	新能源	民企	75.3128	1.3881	1.1149	－0.2805
珠海中富	轻工制造	民企	67.8095	0.5552	0.4096	0.0354
山水集团	建材	民企	57.0356	0.5829	0.4618	0.1764
亚邦投资	综合	民企	65.4253	1.0801	0.8955	0.0793
上海云峰	商业贸易	地方国企	78.9784	1.3973	0.9258	0.0095
淄博宏达	采掘	民企	52.3249	1.0882	1.0680	0.0224
南京雨润	食品饮料	民企	62.5254	0.4129	0.3470	－0.0130
国裕集团	运输	民企	57.0984	1.0471	0.6272	0.1223
蒙奈伦	食品饮料	民企	61.0041	1.0853	0.7395	－0.0071
均值			64.17	0.96	0.73	0.161

资料来源：根据Wind整理

第三类是由外部信用支持风险而导致的违约。在此类违约中，主要是由子公司与母公司之间关联关系变更而爆发违约风险。根据母子公司之间的相对强弱，可分为母强子弱型和母弱子强型。前者以国企较多，侧重实质性担保。但由于子公司对集团的重要性下降而遭母公司“弃子”，使得母公司不愿意为子公司的债务履行担保责任。例如，天威集团是河北天威保变的母公司，作为上市公司的天威保变，其第一大股东是兵装集团，但兵装集团不愿为天威的违约兜底。再如上海云峰作为绿地的子公司，因其经营的能源业务连年亏损，其在绿地的战略地位迅速

下降，使得绿地并不愿意为云峰的违约承担责任。

母弱子强型就是集团中优质子公司属于上市公司，但由母公司发债。此类以民企较多，上市公司股权质押成为其重要的融资方式。例如，宏达矿业作为淄博宏达的子公司，对母公司的利润贡献度达到40%以上。2015年3月淄博宏达发行4亿元短期融资券，受钢铁业过剩产能的拖累，经营陷入困境，银行抽贷，恶化了流动性，其对子公司的股权质押比例已经达到91.1%，最优质的资产早已被冻结，2015年底不得不转让核心子公司宏达矿业41%左右的股权偿还部分巨额有息债务后，丧失了对上市公司宏达矿业的控制权。

第四类就是另类违约。另类违约一般不涉及应付本息的拖欠，主要包括二级市场债券暂停交易或提前还款。此类违约虽不危及债券持有人的本息安全，但任何违背债券合约条款的行为，均应视为违约。例如，“15铁物资SCP004”就由于其发行人业务规模萎缩、效益下滑，需对债务偿付安排进行论证，申请暂停当天债券交易。暂停交易即便不是实质违约的前兆，它也使债券完全丧失了流动性，使持有人无法通过市场交易而变现。提前偿付也日渐成为债券市场的新现象，如“14宣化北山债”、“14海南交投MTN001”两只城投债均宣布提前偿付。提前偿付虽不会导致投资者的本息损失，但让他们承担了再投资风险。

回顾过去一段时间中国信用债市场违约的发展过程，不难发现，它是从民企到央企、再到地方国企的演变过程；是从无法支付当期利息到本息皆无力偿还，投资者潜在损失越来越大的过程；是从公司债到中票PPN、再到短融的期限“由长及短”的过程；违约风险有逐步向评级高、股东背景较强的方向演化的趋势。总之，违约的演变过程告诫债券投资者：违约，一切皆有可能。

刨根究底问违约

中国的债券违约是在全球经济复苏乏力的背景下展开的，只是全球信用债违约上升的一个组成部分。标准普尔2016年4月份发布的数据显示，2016年以来，全球企业已有大约500亿美元的债务违约，违约企业数量创出2009年金融危机高峰以来的最高水平。其中，能源行业违约最多，金属、矿产和钢铁行业违约数量位居第二，全球最大私营煤企皮博迪能源公司等均榜上有名。可以说，周期性行业违约成为全球信用债券违约的共同特征，在全球低迷的经济中，中国企业债券违约并不“孤单”。

全球经济不振的外因，再加上国内经济进入增速换挡的内因，共同构成了国内信用债违约的大环境。违约是信用真面目的一个侧面，即便在经济景气时期，也可能有企业的非系统性因素导致点状式的违约，但违约由点到面的铺陈而呈现系统性的特征，那一定会伴随不那么令人愉悦的宏观经济环境；质言之，系统性违约不过是宏观经济景气下降甚至衰退的一个镜像。国内外均是如此。过去数年里，中国经济增长率呈现逐级下滑之势，需求不振，投资萎靡，对中间投入品的需求大幅减少导致PPI长达四年多的负增长，企业债务融资的实际利率高企，构成了中国企业债券信用状况的大气候与大环境。

宏观经济与需求不振所形成的冲击，在不同行业间的分布并不均匀。那些所谓强周期性行业和小企业，更容易受到不利冲击的影响，因此，债券违约具有重要的行业性根源。需求不振导致强周期性行业（如钢铁、煤炭和水泥等）出现了严重的过剩产能，设备利用率严重不足。例如，钢铁行业的高炉开工率不足80%，浮法玻璃的设备利用率仅为60%多。大量的设备闲置意味着，通过举债融资而形成的产能无法转化为有效的产出和持续经营现金流。因此，在大举借债而形成产能过剩的行业，持续大面积亏损是一个普遍现象。据统计，钢铁行业的上市公司中，亏损的公司数量占据了三分之一。这表明，举债者要么通过经营活动筹措偿债资金，要么通过新的筹资来偿债。但“拆东补西”的举债—偿债模式不过是苟延残喘的伪信用罢了。

正如前文阐述债券违约的不同类型时所强调的，企业过高的杠杆率、治理机制不完善、持续亏损、经营活动与投融资活动现金流较低，是信用债违约最重要的微观原因。在第一类债券违约中，资产负债率普遍很高，经营状况随宏观与行业大环境而不断恶化。除此之外，不完善的公司治理机制与不断恶化的财务状况相结合，正成为一些企业违约的直接推动因素。这在民营企业更为普遍。在民营企业中，实际控制人对企业经营往往具有决定性的影响，一旦其出现意外，企业资信就会迅速恶化，再也得不到银行信贷支持，导致资金紧张甚至资金链断裂，最终出现债券违约。尤其是，当实际控制人意外与企业持续亏损碰撞在一起，就会使企业的信用迅速瓦解，典型的例子如南京雨润。也有民营企业因为股权纷争，实际控制人缺位导致债券违约，如山水集团。

债券违约于经济何干？

债券违约不仅影响债券市场本身，还会对宏观经济与其他金融市场产生负面冲击。

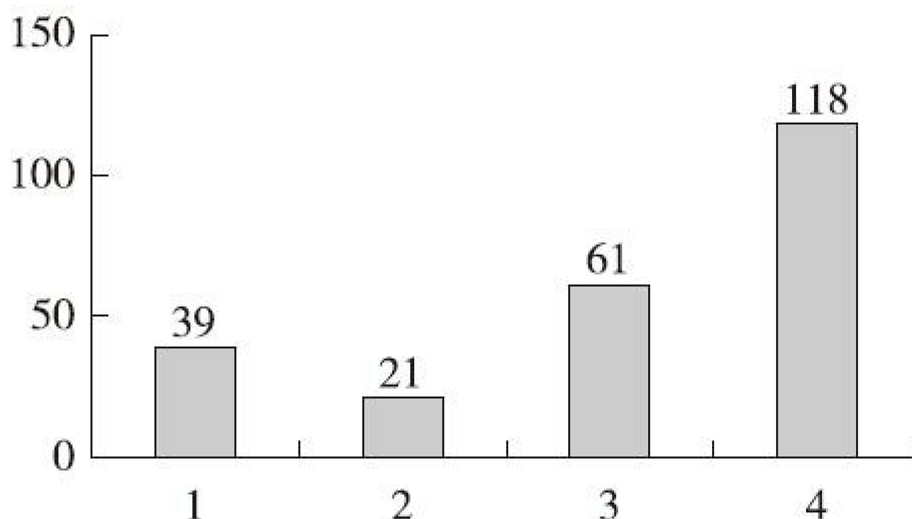


图8.1 2016年1—4月推迟或取消债券发行只数

资料来源：Wind

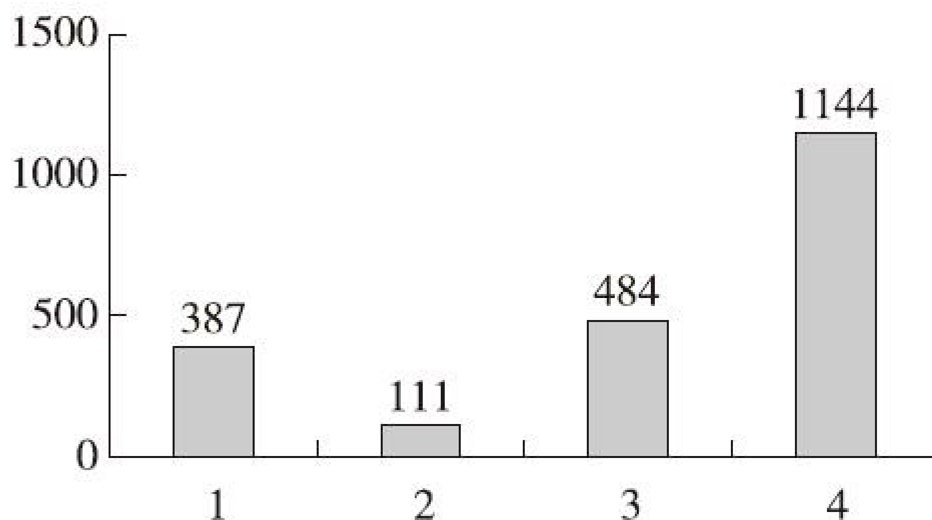


图8.2 2016年1—4月推迟或取消债券发行额（亿元）

资料来源：Wind

违约首当其冲的自然是债券市场本身。债市违约拖累一级市场，影响债券市场的融资功能。2016年前四个月，因违约而推迟或取消发行的债券大幅增加，各月分别为387亿元、111亿元、484亿元和1144亿元，推迟或取消发行的债券只数分别为39只、21只、61只和118只。推迟或取消债券发行，使得企业筹资活动现金流下降，可能进一步加剧违约风险。不仅如此，由于违约提高了债券的风险溢价，债券发行利率水涨船高，不利于“降成本”。例如，2016年2—4月的企业债券的平均发行利率分别为3.9558%、4.4158%和4.9464%，企业债券发行利率呈逐月上升之势。另外，鉴于到期债务积压，加之实体经济投资机会不多，很多企业募集资金的目的主要是偿还银行借款或者缓解流动资金紧张，导致债务发行短期化趋势越来越明显。据统计，1年以内品种占比已由2011年的17.26%提高到了2016年3月末的24.68%，而10年期以上券种占比则进一步下降到6.34%。债券发行期限的短期化，意味着未来更大的短期偿债压力。

违约冲击的不只是债券发行市场，二级市场也难以幸免。从2014年

初开始至2016年初，由于经济下行压力和宽松货币政策的影响，债券市场演绎的是牛市行情，无论是利率债还是信用债，收益率不断下行，相应地带动了债券发行利率下降。但债券市场因信息不对称的影响，违约事件增加使得风险溢价上升，不仅会极大地影响债券市场的总体收益率，还会影响债券市场的相对收益率。前者表现为债券市场收益率中枢的整体上移，后者则表现为信用利差因违约率上升而走阔。债券收益率中枢的整体上移意味着过去两年的债券牛市正受到违约风险的压制，信用利差的扩大则意味着不同信用级别的债券走势将出现新的分化。

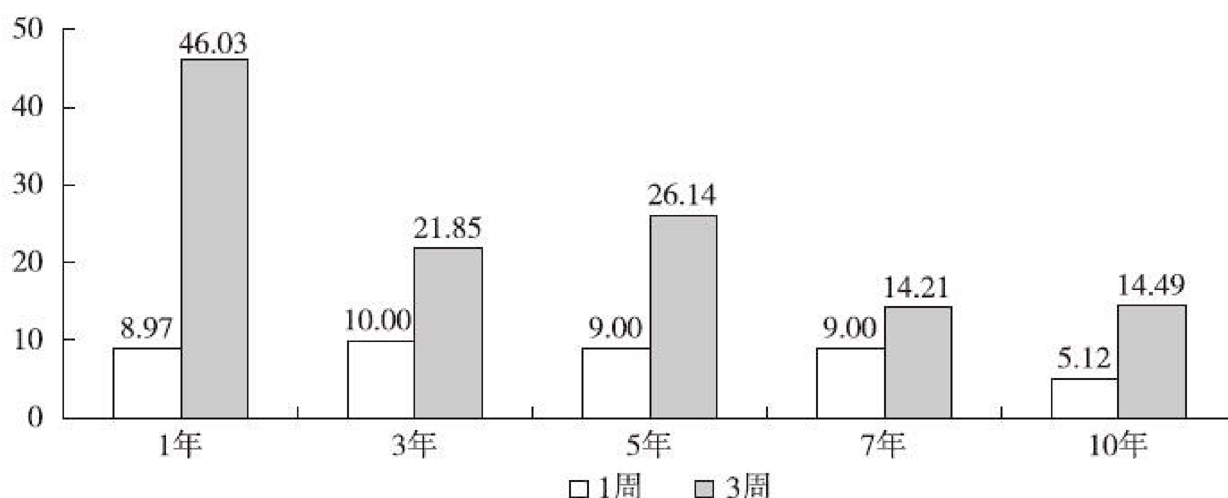


图8.3 超日债违约后1周及3周AA级中票短融各期限品种涨跌BP

注：BP意为基点。

资料来源：第一创业证券整理

以债市首例公募债“11超日债”违约为例。2014年3月4日超日债违约前一周，银行间企业债信用利差基本呈缩小之势。其中，1年期缩小5—26BP，3年期缩小17—23BP，5年期缩小1—16BP。但在超日债违约后一周，信用利差迅速扩大，尤其中短期品种。1年期扩大5—15BP，3年期扩大9—21BP，5年期除AA-评级缩小6BP外，其余扩大7—15BP，当时各主要期限和等级企业债信用利差均位于历史3/4位数以上。违约3周后，利差扩大到最大值，1年期AA级中票收益率最大上行了46BP，其他

期限品种收益率上行15—25BP不等。

进一步地，债券市场的信用风险、价格风险（收益率风险）和流动性风险是相辅相成的。信用风险上升导致收益率水平上升，债券市场的流动性因此而下降，流动性下降会反过来导致流动性溢价上升和债券价格下跌，并强化信用风险。实际上，自中国出现信用债违约以来，许多违约债券暂停交易，使其完全丧失了流动性；违约也导致债券成交量的萎缩。须知，金融市场得以良好定价的首要条件便是良好的流动性，从而使得债券价格更好地反映发行人的资信状况，并由此引导债务资本的流动。然而，债券市场的动荡导致社会对信用的定价出现混乱，使得金融市场系统性风险偏好下降，由于不完全信息的影响，债券价格就可能对企业资信做出错误反应。

违约不仅影响了债务市场的总体收益率水平，还会通过金融加速器机制对宏观经济造成严重冲击。大面积的债券违约会恶化金融市场的信息不对称问题，使得企业外部融资的风险溢价相应大幅上升，这会给企业投资带来较大打击，从而使宏观经济对违约率和风险溢价的变化做出非线性的反应。这就是国外已经发生的债务违约严重地拖累宏观经济的重要原因和机制。当然，债务违约导致的风险溢价上升并不局限于债券市场本身，违约高发最终使所有金融资产的风险溢价上升，冲击传染至其他金融市场，如股票与外汇市场。因此，违约率大幅攀升往往会同时伴随股票市场大幅下挫、汇率贬值等金融市场的多重过度反应。这一点，中国2013年发生的“钱荒”，实际上有过深刻的教训。

在讨论债券违约可能形成的方方面面不利冲击之时，我们也应当肯定其积极的一面。违约固然是不受人待见的，但债券违约并不全是恶魔，违约本身就是信用表现的一个方面。中国债券市场长期的“刚兑”使得中国债券市场脱离了其应有的最重要的特征：信用风险。打破刚性兑付和适度违约，可以还原信用的本来面目，有利于发挥投资者的约束，让债券投资者在资产配置中更加谨慎而充分地利用各类信息进行鉴别和

筛选，使债券市场收益率更好地与信用风险、企业资金使用效率相匹配，债券收益率（利率）可以更真实地反映企业筹资的使用效率，因此，适当的违约将促使债券市场的价格信号引导市场资源配置的效率。正是在这个意义上，违约是中国走向成熟市场经济所不得不经历的浴火与炼狱。

信用债券的信用前景

对接下来一段时间，中国债券市场信用状况将会如何演绎，我们可以从宏观和微观两个层面做不同的考察。宏观经济的走向仍是决定债券市场总体信用状况的系统性因素。但是，很遗憾的是，宏观经济环境不易改善，潜在增长率下降、全球供应链的重组和国际产业转移的新趋势、中国日益重视“清洁的增长”和“清廉的增长”对GDP的挤水分等诸多供给面的约束，使得中国正在告别过去那种高增长时代。虽然有人说2016年以来的增长“超预期”，但这种乐观是极其脆弱的，因为政府投资虽拉动了全社会固定投资增长率的回升，仍难掩民间投资的悲观情绪。

近期房地产市场的回暖难以形成新一轮的持续性景气周期，因而它也难以像过去十余年里那样带动与之相关的上下游产业的需求。尽管一二线城市的房地产价格出现不同程度的上涨，房地产新开工面积和投资升温，但与居民收入水平格格不入的房地产价格极大地抑制了居民的有效需求。因此，房地产业繁荣中的“高房价”终将埋葬房地产业的繁荣，更何况，中国依然有庞大的高库存压力需要消化。是故，企望房地产投资回升带动制造业走出困境是不切实际的。

房地产投资的回升难掩制造业陷入冰窟的尴尬，工业企业主营收入增长陷于停滞。衰退性顺差延续，中国的进出口增长率仍处于下降通道中。中国经济贸易依存度下降，反映了2008年以来中国在全球经济再平衡中付出了巨大成本，全球供应链重组使中国出口导向型增长难以为

继。这是导致中国制造业陷入困境不可逆转的国际因素。再者，虽然2016年以来大宗商品价格出现了大幅上涨，在一定程度上有利于扭转通缩和改善相关行业企业的现金流，但这是在去库存与所谓供给侧改革的噱头下的短期上涨，并没有真实需求上涨的基础，因而也难以持久。这与上次商品牛市中库存压力较轻、需求不断涌现的情形截然不同。这即是说，我们是无法寄希望于商品价格持续性上涨来改善企业现金流，从而改善企业的信用状况的。

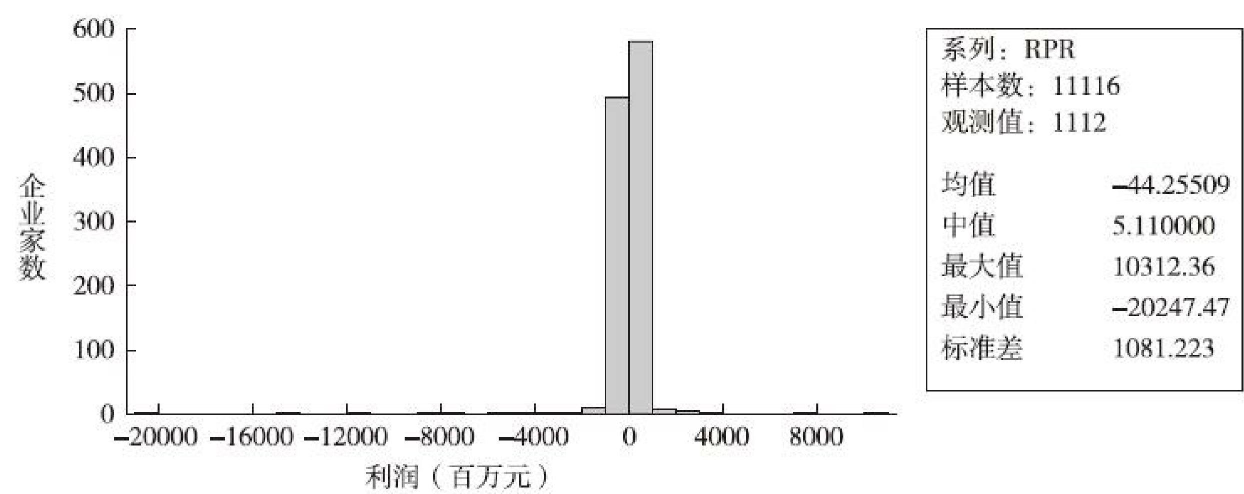


图8.4 发债企业主营业务利润分布

资料来源：根据Wind整理绘制

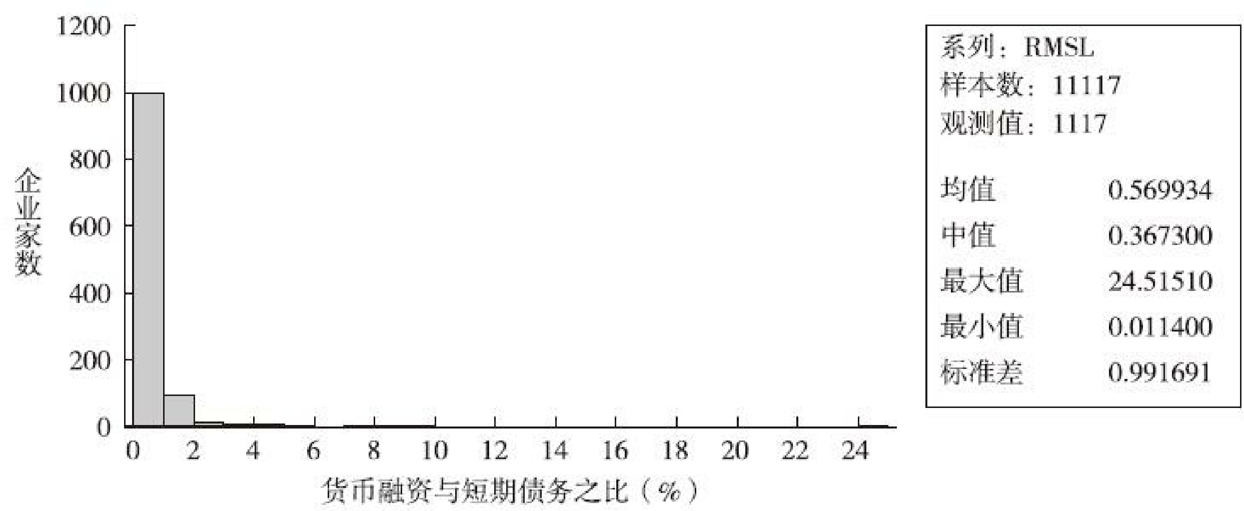


图8.5 发债企业货币融资与短期债务之比分布资料来源：根据Wind整理绘制

面对经济下行和高杠杆，未来的宏观经济政策取向对信用前景会产生重要影响。在增速放缓与高杠杆积累的风险充满矛盾之际，政府的宏观经济政策选择再也不像过去低债务率下那样得心应手，政府不得不在增长与去杠杆之间加以权衡。那么，未来宏观政策到底是为了增长而不惜牺牲金融稳定，还是以更加不可控制的金融风险的积累来换取短期的增长呢？对此，权威人士事实上给予了明确答复："去杠杆，要在宏观上不放水漫灌，在微观上有序打破刚性兑付"；"要彻底抛弃试图通过宽松货币加码来加快经济增长、做大分母降杠杆的幻想"。既然通过加码宽松货币政策做大分母降杠杆的路走不通，那就只剩下缩减分子的唯一道路了。缩减分子是什么？那就是债务紧缩。但债务紧缩不可避免的后果之一，就是一段时期违约率的上升。

在这样的宏观环境中，众多发债企业的财务状况又令人沮丧。诸多企业面临巨大的短期偿债压力。在我们统计的1160余家非金融企业中，短期债务与总债务之比超过50%的达831家，其中163家企业超过90%。不仅如此，发债企业的偿债能力总体上又显得比较脆弱。首先，相当一部分发债企业资产负债率奇高，仍有85家发债企业的资产负债率超过80%；15家企业的资产负债率超过90%。其中，新疆八一钢铁、云南云维、江苏舜天船舶资产负债率分别高达107%、138%和285%。其次，货币资金与总债务、货币资金与短期债务之比都非常低，筹措偿债资金的压力较大。第三，近一半发债企业主营业务利润增长率为负。最后，信用债负面评级呈现逐年上升之势，2011—2015年信用债负面评级只数分别为6只、10只、39只、162只和197只，2016年截至5月9日的负面评级信用债为37只。

总之，无论是宏观环境，还是发债企业自身的微观因素，都不利于我们对中国信用债券市场的前景做出乐观的展望。或许，中国债券市场正在以意想不到的速度挥别一直被人诟病的"刚兑"，迎来"违约"的新常态。这是中国债券市场走向成熟不得不经历的磨难。我们希望，在经历违约潮之后，中国能够树立起信用契约精神，债券市场稳健发展的基础

更加牢固。当然，这需要我们创造债券市场稳健发展的条件。

如何促进企业债券市场健康发展

扩大债券融资是中国金融改革的重要方向，这并不会因为近期的债券违约增加而改变。但不断增加的债券违约提醒我们，需要创造更好条件，促进债券市场稳健发展。

第一，稳健的宏观经济政策是债券市场健康发展的重要条件。事实证明，过度刺激的宏观经济政策虽在短期内达到了GDP增长之效，却加剧了经济周期波动和长期风险。正如权威人士所言“避免用‘大水漫灌’的扩张办法给经济打强心针，造成短期兴奋过后经济越来越糟”。宏观刺激措施往往纵容企业过度举债，尤其是，政府不当的产业政策往往导致某一行业的债务急剧扩张。中国的光伏产业、钢铁产业的债务违约，均与宏观刺激下的债务扩张所形成的债务积压脱不了干系。

第二，发债企业应把“信用”当作“信仰”，严格树立信用契约精神。为此，企业的谨慎举债是防止信用风险、促进债券市场稳健发展的第一道防线。发债企业应对自身负债能力和发展前景有谨慎的充分评估，包括宏观经济、行业周期等。如今的违约大多数是发债企业过去在扩张周期对未来过于乐观的预期造成的。同时，完善的公司治理机制有助于降低举债风险，也有助于防止将偿债能力寄托于实际控制人身上。

第三，强化约束中介机构尽责履职。中介应尽心尽职地履行其不可回避的义务，对提供中介服务时可能存在的“利益冲突”要保持克制之心。在金融市场的运行中，中介机构是投融资活动的桥梁和组织核心。债券市场上主要的中介机构包括主承销商、评级公司和担保公司，其中最为核心的是债券主承销商，应在尽职调查、信息披露、持续督导方面尽责。但国内部分承销机构在业务架构、内控机制、激励机制上存在弊

端，重发行而轻后续督导，忽视项目质量，尽职调查流于形式。一旦出现违约，主承销机构的信誉其实也难免受到牵连。为了提高承销机构的服务水平，监管部门应从监管规则、违规惩罚等规则上入手，提高主承销商违规成本；主承销机构应着眼于长远发展，注重品牌形象的建设，从激励机制、组织架构、内控机制入手，促进业务团队切实关注发行人的后续发展与投资者的权益维护，增强业务发展的可持续性。

信用评级是债券资信的基础衡量标准，但中国的评级虚高现象是路人皆知的事实，评级结果缺乏指导性，不能准确地反映发行的资信状况。而且，评级具有严重的滞后性，往往是发行人出现了某种不利冲击之后，评级机构才相应地调整其评级。作为信息的第三方生产者，评极机构应当客观和公正，同样需要克服利益冲突，不能仅着眼于发债企业当时的状态，应根据其所处行业、企业自身的管理和产品特征做出前瞻性的评级。

完善担保人约束对债券市场的稳健发展同样重要。第三方担保是债券信用增级的重要手段。当债券违约时，担保人对违约风险具有缓释作用。但是，在部分债券违约中，担保机构存在“担而不保”，使投资者的利益受到了严重损害。鉴于此，应强化对担保机构的监管要求，促使担保机构更尊重契约精神，切实履行担保责任。

第四，完善债权人司法救济制度。破产和解、破产重整和破产清算都应当成为保护投资者的最后机制。正如权威人士所言，“处置‘僵尸企业’，该‘断奶’的就‘断奶’，该断贷的就断贷，坚决拔掉‘输液管’和‘呼吸机’。”司法救济是在债务发生实质性违约、通过一般手段求偿未果时对债权人的最后保护机制。尤其是破产，它是保障债权人权益万不得已的措施，也是对过度举债而又无法有效率地使用资本的企业实施的必要惩戒措施。但在我国债券市场中，司法救济制度存在法律基础薄弱、司法成本过高、权责不清等问题，因此，对债券持有人的保护存在法律上的漏洞，给债务人违约创造了可乘之机。

（1）由于合同法、破产法等基础法律在债券投资者保护方面的缺失，债权司法救助的法律基础薄弱。法院在抵质押资产的顺位、破产清算等诉讼中，往往面临较多的模糊地带，甚至无法可依。此外，即使法院做出判决，依旧会出现无法得到有效执行的情况，即所谓“赢了官司输了钱”。

（2）司法救助成本过高。过高的司法成本体现在显性成本与隐性成本两个方面。显性成本包括律师费、诉讼费等。国内专长于企业债务处理、破产流程的专业律师相对较少，律师费本就不菲。而与破产清算、财产保全相关的商事诉讼费则按照案件金额比例收取，远高于一般民事诉讼案件。隐性成本则主要是举证成本。债权人为证明债务人的违约行为或丧失履约能力，需自身承担举证职责，提供债务人未履行义务的证据。而债务违约取证恰恰是一个相对烦琐的过程，成本高，难度大。尤其是在交叉违约条款缺失的情况下，未到期债券持有人很难就发行人丧失履约能力进行举证。此外，在一些违约事件中，地方政府可能为司法程序设置障碍，拖延违约中的司法救助，债券持有人的利益无法得到法律保障。

（3）集体行动能力不足。违约债券持有人通常是一个集体而非个体。若能够作为一个集体有效地进行司法救济，成本能够有效分摊，那么，这会降低债券违约诉讼中的搭便车行为。但由于目前的债券持有人会议以及委托代理人都有名无实，出现债券违约事件时，投资者难以采取集体行动。

中国尚未有效地实践破产，结果债权人承担的风险比普通股的风险还要大，导致很多时候债券的风险溢价比普通股还要高，这扭曲了股票与债券的市场定价机制，也助长了股票市场的投机。破产和解、破产重整和破产清算都应当成为保护投资者的最后机制。通过破产对一些过度举债而又无法有效率地使用资本的企业实施惩戒是必要的，同时通过破产制度的实施，加强对大股东的约束。是故，我们建议，尽快对破产

法、合同法等相关法律进行修订，对于债券投资者寻求司法救济的程序、举证要求等进行明确，降低债券投资者寻求司法救济的成本，让违约事件处置有法可依，使信用成为司法实践上的严肃之事。只有让违约者付出高昂的成本，才能逐渐让所有的债券发行人把法律和信用当作举债活动中的“信仰”。

第五，加强投资者保护，完善偿债保障条款。偿债保障条款作为一种事先约定的防范机制，主要可分为限制类和事件类。其中，限制类条款分禁止型或财务指标维持型条款，约束发行人在经营、财务方面不能过于激进，尽可能地避免债券发行人出现道德风险，从而将发行人信用风险控制在一定水平之内。事件类条款主要是在发行人信用状况发生重大变化时赋予投资者一定控制权或要求提前清偿的权利。

先说事件类条款。事件类条款最重要的是交叉违约及加速清偿的约定。交叉违约条款是指，如果合同项下债务人在其他合同或类似交易项下出现违约，则该种违约也被视为对本债券合同的违约。加速清偿条款则是指合同项下债务人在其他合同项下违约时，本债权提前进入本息清偿期。交叉违约条款可使债权人在知悉债务人出现违约行为时，尽早参与债务处置谈判，并采取相应措施；加速清偿条款则是具体的维权手段，它充分保障了同一发行人发行的不同到期期限的债券投资者平等地享有债权利益。然而，国内虽然已发行了大量的信用类债券，但大多数并未设置相应的事件类条款。由于缺乏事件类条款的约束，当发行人因偿债能力不足而致贷款逾期时，银行会马上采取法律手段冻结发行人资产进行保全。然而，债券投资人因为债券尚未到期而难以向法院申请债权保全，只能坐等损失。由于缺乏交叉违约及加速清偿条款，当中国债券出现违约时，债券投资者与银行等其他债权人相比，处于极为不利的地位，不同类别的债权人利益并不能得到同等程度的保护。

限制类条款既包括防范债务人控制权变更、划转核心资产等限制性条款，也包括要求发行人资产负债率、利息保障倍率等关键财务指标维

持在一定水平的条款。有无限制类条款使得不同债权人的权利显失公平的典型案例就是中城建集团发行的债券。中城建集团的股权发生重大变更并显著影响到公司信用状况时，它在海外市场发行的点心债因设置了控制权变更条款而得以提前清偿，而其在境内发行的大量债券，由于没有限制类条款，投资者没有办法要求中城建集团提前清偿或者追加担保等增信手段。再如，在天威集团案例中，因为没有关于资产划转的限制性条款，它的大股东将企业的核心资产划至其他公司，使得发行人偿债能力迅速恶化，而债券投资者对此束手无策。

可喜的是，交叉违约的条款在中国信用债券发行中也有部分实践，在持有人会议上投资者也经常提出加速清偿的要求，但总体而言，债券发行合约中普遍缺乏必要的偿债保障条款。偿债保障条款作为合约的重要内容，既是投资者对发行人的重要约束手段，也是发生违约时，请求司法救济的重要依据。鉴于此，我们建议，不仅投资者及中介机构应该行动起来，积极要求在债券发行中设置必要的偿债保障条款，使之不单是必需的行业惯例，更应当成为对债券发行人具有法律效力的强制性监管条款。唯有这样，才能既对发行人形成有效约束，又更有力地保障债权人的整体利益。

第六，完善债券持有人会议制度与受托管理人制度。债券持有人会议制度与受托管理人制度，是成熟债券市场中应用最广泛的两种债券投资者集体保护制度。债券持有人会议制度一般在大陆法系国家采用，通过法条对持有人会议制度予以程序性的规定，并以债券持有人会议实现投资者的自治管理。受托管理人制度主要为英美法系国家所采用，发行公司委托专业的受托管理人对债券信托财产进行管理，受托管理人代表债券持有人的利益并履行信托职责。我国债券市场引入了以上两种制度，但并未充分考虑相应的法律基础和如何执行，在投资者集体保护方面，两种制度都没能充分发挥其应有的作用。

（1）债券持有人会议流于形式。首先，债券持有人会议召开的条

件太高，召集持有人开会难度较大。根据交易商协会及证监会对持有人会议召开条件的规定，召开会议的主动权在会议召集人。在发生违约、重大事项导致净资产减少时，召集人“应当”召开持有人会议，只有“单独或合计持有30%以上同期债务融资工具余额的持有人”才能“提议召开”。然而，单独持有单期债券30%以上的投资者是极为少见的，而协调多家机构达到合计持有比例亦非易事。这意味着，当出现违约事件时，召集人的主体缺乏使得持有人会议只能停留在部门规范的纸面上。此外，当债券发行人出现一些“重大事项”时，目前相关制度仅规定“可以”召集持有人会议。但从持有人利益角度看，信息披露规则所定义的“重大事项”已经造成发行人信用资质发生重大变化，可能损害持有人利益。如天威集团转让近半数核心资产、受让严重亏损资产等对持有人利益可能构成较重大影响的事件，仍未触及召集持有人会议的必要条件。

其次，持有人会议流于形式，难以形成有效、有约束力的决议，因而决议最终也难以得到执行。目前，持有人会议往往由债券主承销商召集召开，但主承销商也并不能及时准确地了解发行人的全部信息。加之，主承销商也常常要考虑维护与发行人关系，所以，持有人会议制度往往流于形式，它甚至成为主承销商的“免责声明”。在持有人会议的决议形成方面，交易商协会规定：“出席持有人会议的债务融资工具持有人所持有的表决权数额，应达到本期债务融资工具总表决权的三分之二以上，会议方可生效”，只有当“出席会议的本期债务融资工具持有人所持表决权的四分之三以上通过”，持有人会议的决议才能生效。尽管这些比例的设定，具有出于保护中小投资者利益的初衷，但信用债券的投资者绝大部分为机构，利益诉求相对一致，仍以如此标准约束持有人会议，无疑降低了决议形成的效率。在决议执行方面，目前规定持有人会议的决议还需经发行人答复，实际上给了发行人不接受决议而直接否决的权力。如，在东北特钢事件中，虽然召开了持有人会议并通过了加速清偿、追加抵押措施等决议，但发行人却漠视持有人会议所形成的决议，直接予以驳回。在法理层面，持有人会议的法律效力模糊，使得持

有人会议决议约束力和执行性较差，债券持有人无法通过持有人会议实现利益的集体保护。

（2）受托管理人制度身份不清，义务不明。国外受托管理人可代表债券持有人发挥作用，包括监督发行人财务状况、处置担保资产、代理提起诉讼等。纵观全球，在实施受托管理人的英美及日本等国家，均对受托管理人的任职资格进行了明确规定，受托人可以由信托公司或具备相应资格的银行等担任，但不得与发行人交叉持股，也不得承销证券等。但国内受托管理人制度往往沦为持有人会议的补充，职能上与受托管理人的作用有所重叠，受托管理报告流于形式。此外，国内通常由主承销商担任受托管理人，但是，主承销商与发行人的利益关系更为密切，而与债券持有人存在潜在的利益冲突，并不适合担任受托管理人。

综上所述，我们认为，针对国内的债券持有人会议和受托管理人制度的诸多弊病，有必要从法理上进一步明确债券持有人会议决议的法律效力和受托管理人的职责。何种程度的决议可由持有人会议提出？持有人会议决议的生效与否应由何种机构来裁定？持有人会议决议生效后，如何督促发行人履行决议？这些有必要从公司法、证券法的层面加以明确界定和规范。受托管理人应该避免由主承销商等存在潜在利益冲突的机构出任，可考虑由债权债务人在相关债券上无直接关联的专业第三方机构承担。对受托管理人在债券存续期应尽的义务也应该进一步明确界定。例如，定期尽职调查和评估发行人的财产状况、履约能力、履约意愿，当出现重大事项时及时通知债券持有人或召集持有人会议，经债权人同意开展司法救济等。

最后，我们想强调的是，债券市场的创新应在不放大风险、减少风险传染的前提下进行。过去，我们曾把中小企业集合债当作债券市场重要的金融创新，事实证明，这种创新固然在一段时期降低了债券发行的难度，但导致了一些企业在信用方面搭便车的行为，乃至潜在的违约风险很高。针对当下违约上升的趋势，开始兴起了不良资产证券化，甚至

监管当局鼓励保险公司开展信用保险。这样的金融创新只是转移了信用市场的风险，信用风险并没有因此而消失，相应地，它加剧了违约风险爆发后的传染性，其对长期金融稳定的不利影响应当引起高度警惕。

第9章 货币调控新体系

本章导读

经济新常态导致货币政策环境出现了巨大变化，决定了货币政策“新思路”、“新手段”和“新机制”。货币政策新思路，主要体现在以下密切联系的三方面：“盘活存量、用好增量”，“总量稳定、结构优化”，更加注重“定向调控”。“中性”应当成为货币政策的基本原则，即货币政策不应当干扰经济均衡的自我实现机制。但市场机制的不完善使货币政策难以达到中性的效果，因此，在贯彻“中性”的最高原则时，还要修补不能达到中性的漏洞，这样，一定程度的定向调控是必要的，使得货币政策具有“以点带面”的特征。在适度利用定向降准的同时，依环境变化谨慎有序地将法定存款准备金比率降到合理的水平，这不仅是宏观流动性管理的需要，也是金融市场化和金融深化的需要；央行贷款与公开市场操作更密切地配合，在总量调控与结构优化中可发挥更大的作用。所谓“定向降息”，仅指央行针对不同用途的再贷款而设定的官方利率，并不应当与市场化背道而驰设定差别化的银行贷款利率。在新常态下，要缓解融资贵，就要求贯彻“总量稳定”的政策原则。人民币汇率过去那种单边升值的态势一去不复返了，双向波动的汇率使它在实现内外均衡中发挥更有效的作用。随经济新常态确定新的货币政策机制，应是从主要关注传统银行信贷转向更加关注广义信贷，逐步确立以利率为操作目标的货币政策新体系。

经济新常态意味着货币政策操作环境的重大变化，为了提高货币政策的有效性，货币政策操作思路、操作手段和操作范式均应进行相应调整，因此，货币政策便呈现不同于以往的新特征。本章首先分析货币政策环境的重要变化，然后分析新环境中的货币政策新思路和货币政策工

具，最后分析经济新常态下的货币政策操作范式。

货币政策新环境

在分析新常态下的中国货币政策趋势的时候，有必要先对旧常态下的货币政策做一个简单总结。旧常态的货币政策，归纳起来，有以下几个特点。

首先，在操作环境上，从中央到地方，政府有强烈的经济增长偏好，乃至GDP成了官员政绩的唯一标尺。随着贸易持续顺差、房地产市场大发展与大繁荣、中国快速工业化与城镇化，长期资产价格上升，货币政策以冲销外汇占款和流动性为主基调。即便是这样，由于冲销不完全，货币供应与信贷增长率时常在其趋势值之上。同时，金融结构仍比较单一，长期被压抑的债券市场刚刚起步，其他各类金融工具创新比较有限；金融体制改革虽取得了积极进展，但政府管制或干预仍伸到了金融各个角落。

其次，在操作手段上，货币政策是从过去直接信贷控制与利率管制，逐步转向探索以公开市场、存款准备金和央行贷款为主的间接操作。政策操作实践先以大量发行央票、继之以持续大幅提高法定存款准备金率为主要工具，以达到“深度”冻结流动性的目的。发行央行票据和频繁地提高法定存款准备金比率，使中国金融在市场化改革中仍有金融抑制回归的征候，是那时货币政策工具的重要特点。至于央行再贷款与再贴现，其运用主要会增加流动性供给，与旧常态下冲销与冻结流动性背道而驰，因而它们在旧常态中基本无用武之地。

最后，名义上以货币供应量为中介目标，银行信贷实则发挥了极为重要的作用。由于货币供给的内生性，央行对货币供给的可控性比较弱，因此，实现的货币供给增长率往往与央行年初宣布的调控目标值有

较大的出入。在这种情况下，旧常态货币政策操作目标实际上是二元的：名义上的货币供给增长率（先是M1与M2，后放弃了M1的增长率）与事实上的（银行）信贷总量并存。在货币政策具体实施中，信贷几乎取代了货币供应量而成为中介目标，乃至在实践中一度有“管住土地和信贷两个闸门”之说，这无疑是对银行信贷在货币调控中主导地位再清楚不过的经典表述了。

但在新常态下，货币政策操作环境发生了明显的变化。

首先，政府的宏观经济政策目标发生了重大变化。在旧常态下，高增长是政府一直追求的最优先目标。尤其是，当GDP增长率在地方官员晋升中具有特殊权重时，地区间竞争转化为地方官员的政绩竞争之后，片面追求统计上的高增长成了各级政府的普遍心态。一旦增长率有所下降，“保增长”就成了压倒一切的调控重任，迫使央行采取宽松货币政策。实际上，旧常态增长率持续上升，由相对较快的货币供应与信贷增长、通胀化的手段导致的强制储蓄发挥了极重要的作用。在宏观上，这表现为货币、信贷余额与GDP之比持续大幅上升，乃至人们不断以“货币超发”来指责货币政策。

但是，新常态下潜在增长率发生了明显变化，政府所追求的增长目标在主动适应这一客观变化，坦然地接受了增长速度换挡，不再把单纯追求GDP的增长率作为政绩的基本量化指标，而是在增长率足以实现中国梦的奋斗目标前提下，通过改革促进经济结构的全方位调整，实现基于创新、技术进步、制度改革的内生性增长。这意味着，即便经济增长率有所下滑，甚或增长率面临“较大的下行压力”，政府也不会再以过度刺激货币与信贷来实现经济“超预期”增长。

其次，国际收支与外汇管理体制的变化。旧常态下的外汇管理体制与国际收支对中国货币供给机制发挥了决定性作用，持续扩大的贸易顺差与资本流入使中国货币供给变成了美元本位制，央行被迫穷于应付国际收支对国内货币供给、流动性以及宏观经济的不利影响。这不仅降低

了中国货币政策的自主性，而且扭曲了中国的货币政策操作体系，也拖累了中国金融市场化改革的进程。典型的是，央行为了“深度冻结”由国际收支双顺差而扩张的流动性，不得不持续而大幅地提高法定存款准备金率；为了补偿准备金税扭曲给金融机构带来的机会损失，央行又不得不进行“利差管理”，以人为管制的巨大存贷利差为商业银行提供补偿。

新常态下，外汇管理体制改革与资本账户开放将持续深化，全球经济再平衡以及以自动化为主导的第三次工业革命的兴起，都将减弱国际收支对国内货币供给的影响，为货币政策调整提供了新的空间。央行正在积极推动人民币国际化，新的地区性金融稳定与危机应对机制所推动的国际货币治理机制的重建，会在一定程度上降低中国对外汇储备的需求；外汇管理体制改革与资本账户开放的深化，会弱化人民币供给与国际收支之间的脐带关系；全球经济再平衡会改善中国的储蓄—投资关系，国际收支的基本平衡状态无疑会极大地弱化外部因素对国内货币供给的影响。从这几个方面来看，新常态下，货币调控的灵活性、自主性都会有所增强；旧常态下因国际收支而被扭曲的货币政策操作体系，会谨慎有序地逐渐调整到较合理的状态。

第三，金融创新及影子银行体系的发展。近几年来，中国金融创新蓬勃发展，所谓“影子银行”极为活跃。从积极意义上讲，影子银行体系发展促进了中国融资机制的多元化，能够更好地沟通资金盈余者与短缺者；而且，金融创新与影子银行体系也会冲击原有金融体制，倒逼政府顺应金融创新与影子银行体系的发展而推进金融体制的改革。

但金融创新与影子银行体系的发展，使得按照旧常态的经济环境而展开的货币政策操作效果逐渐降低了。（1）金融创新改变了整个社会的流动性，并给原来的货币统计口径带来相当大的冲击。商业银行表外业务快速发展，创造了一些新的流通手段，这些表外业务并不在传统的货币统计范围内。例如，银行承兑汇票就极大地节约了流通手段，以资产负债统计的货币口径，难以将诸如此类的表外业务包括在货币之中，

但它又实实在在地给物价水平和经济增长带来了较大的影响。并且，金融市场的易变性使得货币在金融市场与实体经济之间频繁转换，导致货币供应与货币政策的最终目标之间的关系变得更加不可预测。（2）融资结构多元化，使传统银行信贷在促进储蓄向投资转化中的地位和作用明显下降。根据央行统计，2002年，人民币贷款在社会融资总量中占比达91.9%，而到2013年，该占比已然下降到了51.4%。尽管随后银行贷款占比有明显上升，但这改变不了其他方式融资将更快发展的未来趋势，包括企业债券、信托、委托贷款等融资占到社会融资的比重越来越显著。金融创新与影子银行体系的发展，极大地丰富了中国的金融产品与结构，与之对应，中国金融市场便出现了具有不同期限与风险特征的复杂利率体系。由于不同金融资产的利率既随宏观经济形势而变化，也会随自身流动性与风险特征而变化，央行就必须寻求一种能够“牵一发而动全身”的利率作为货币政策的操作目标。（3）信息技术的发展，清算和支付方式的变革，尤其是基于信息技术的互联网金融的兴起，使得大量支付和资金流通都游离于原来的金融监管规则、货币统计之外。它不仅会改造传统金融业，也会改变货币流通速度，影响着商业银行对超额准备金的需求，使得货币供应与经济增长、物价水平之间的关系不再平稳和可预测。

货币政策新思路

经济新常态与货币政策操作环境的重大变化，决定了货币政策新思路和新操作体系。

新常态的货币政策新思路，主要体现在以下相互密切联系的几个方面：中性货币政策，“盘活存量、用好增量”，“总量稳定、结构优化”，更加注重“定向调控”。在严格控制总量的情况下，盘活存量能够提高资金使用效率，换言之，存量不“盘活”，总量是难以稳定的。结构优化是“用好增量”的必要途径和具体表现，定向调控已然担当起了“结构优

化”的手段。

中性货币政策

要理解中性货币政策，首先要理解货币中性。在西方的货币经济理论中，一直有货币中性与非中性之争。所谓货币中性，强调货币不过是罩在实体经济上的一层面纱，货币量的变化，既不会影响产出，也不会影响就业，经济均衡主要由市场机制自身来实现。货币非中性则认为，由于市场摩擦和交易成本，货币量的变化不仅会影响物价，还会影响产出和就业等真实经济变量。要理解实际操作层面的中性货币政策，就不得不说一下美联储前主席格林斯潘。他主张经济自由化、充分竞争以及经济的灵活性，强调市场机制的自我调节使经济与潜在产出相适应。因此，美联储在格林斯潘时期，确立了调整联邦基金利率的几条原则，即强调经济自我调节的均衡机制和中性货币政策。因此，美联储的中性货币政策，实际上可以理解为货币政策不应当干扰经济均衡的自我实现机制。这就要求，货币政策调整后所引起的市场利率变动，应当与经济的自然利率相当。

中国最早提出中性货币政策，应当是2006年。那时，中国面临流动性过剩、资产价格泡沫化倾向和通胀压力上升。在这种情况下，政府提出了要实行“中性”的货币政策。这被认为是较之前“稳健货币政策”的一个重大变化。不过，从一开始，中国所用“中性货币政策”，实际上是从货币政策对流动性管理的角度来探讨的，即货币政策既不造成市场中过量的流动性，也不会造成流动性不足，或者货币政策既不对经济造成明显的扩张，也不会造成明显的紧缩效应。中国所说的“中性货币政策”与“货币政策松紧适度”，不过是同一问题的两种不同表述罢了。实际上，从中国提出中性货币政策至今，其内含并没有太大的变化，主要是侧重于货币政策的“量”的角度来考虑和界定的。尽管这样界定中性货币政策稍显粗糙，没有深入政策“中性”之本质，但近年来，政府也在不断地强调“以改革促调控”。何谓改革？就是要使市场在资源配置中起决

定性作用。这表明，接下来讲中国的货币政策中性时，就应该强调，货币政策不应当干扰市场机制核心功能的实现。

央行的法定职责是保持币值稳定，并以此促进经济增长。任何一个对国家、对老百姓负责的中央银行，都会力图营造良好的货币环境。但是，货币政策的调整在很大程度上是主观上对客观经济环境的反应，当货币政策对经济的认识出现偏差的时候，主观上的中性货币政策，并不一定会带来货币政策中性的结果。所谓货币政策中性的结果，就是实现的经济增长率与潜在经济增长率相当，在这种情况下，产能和设备得到充分利用，既没有明显的非意愿性失业和通缩，也没有劳动力的短缺和通胀。以此为标准，2014年中国实际经济增长率为7.4%，与学界所估算的中国潜在增长率均值大体相当，以及全年2%的通胀率与1320万的新增城镇就业，均表明，2014年中国的货币政策达到了比较中性的结果。反观2009年的货币政策——随后最高达到14%左右的经济增长率远远高于人们估算的潜在增长率以及超过6%的通胀率，尽管那时有实施中性货币政策的良好愿望，但货币政策的结果是偏离中性的。这两次经验或教训告诉我们，货币政策要中性，就需要遵循谨慎有序的调整原则。

盘活存量与用好增量的货币政策

中国过去用高货币供应与信贷增长率，刺激了强制储蓄，推动了经济增长，但也确实带来了一系列宏观经济问题，难免有所非议。新常态下货币政策思路的另一个重大变化就是“盘活存量、用好增量”并举的原则。2013年6月，国务院常务会议明确提出，在保持宏观经济稳定性、连续性的同时，有序推进改革，优化金融资源配置，用好增量，盘活存量，更好地服务于实体经济发展。这传达了新常态的货币政策总思路：政府抛弃了过去那种以超常货币信贷扩张来拉动经济增长的老办法，而代之以存量资金的盘活与使用效率的提高来实现经济增长与发展的目的。

在这里，盘活存量是总量稳定的基础，或者说，在总量稳定的前提下，实现既定的合理增长目标，关键在于盘活货币信贷存量资金。这好比自然界的水资源。地球上的水资源总量是一定的，但既定的水资源通过蒸发和大气环流，凝结成雨雪后，滋润着万物，使自然界焕发生机。经济体系中的货币与信贷资金与自然界中的雨水一样，它若没流动和循环起来，能够被它润泽的物，就极其有限了；在其活性差的情况下，要让更多的经济万物得到资金的滋润，就需要央行抽动货币与信贷的水泵了。

具体地说，例如，在极端情况下，当大量存量信贷堕化为流动性低的资产时，原来借款者对流动性负债的需求会上升，金融机构基于风险考量而“惜贷”，结果造成信贷紧缩。为了解冻信贷市场，央行可能被迫提供流动性援助而放松货币与信贷总量。在这个意义上，盘活存量本身既依赖于良好的宏观经济环境，也依赖于经济社会优良的信用文化，通过资金在各部门间的正常、顺畅地流转，才能实现良性地盘活存量资金。因此，盘活存量其实是一个系统工程，应当多管齐下。这既是宏观调控思路和策略的转变，也是寻求更有效的金融监管体系、划分中央与地方金融稳定职责、重塑金融监管与货币调控之间关系的过程；它既要以借款者能按照借贷合同及时偿还贷款本息为前提，也要以金融机构良好的风险管理为前提，更是重塑借贷双方之间社会信用文化的过程。

在任何时候，用好增量与结构优化都是健全金融体系的标志。当然，从不同的角度，“好”与“优化”的标准可能会有差异。从纯粹经济意义讲，“好”的标准就是把金融资源配置到效率最高的地区、行业和企业中去，让那些最善于使用金融资源的人去使用，以便最大限度地增加社会产出和供给能力；“优化”则是金融资源配置效率不断提高的过程。但从社会意义讲，“好”与“优化”可能会被认为是金融资源可得性的公平性，让金融服务具有普惠性。众所周知，公平与效率往往存在冲突，过度地以公平作为金融资源配置“好”、“坏”的标准，则可能损害经济效率，抑制合理的经济增长，甚至损害金融稳定，乃至埋下大面积违约或

危机的隐患。从政府取向来看，实际上是从经济效率的标准来界定“好”与“优化”的标准的。那就是金融“更好地支持经济转型升级、更好地服务于实体经济”、“支持实施创新驱动发展战略”。2013年7月初，国务院发布了《关于金融支持经济结构调整和转型升级的指导意见》，明确提出了“用好增量”与“结构优化”的措施，包括引导、推动重点领域与行业转型和调整，支持小微企业发展，加大对“三农”的信贷支持力度，发展消费金融促进消费升级，支持企业走出去等。可见，中国在用好增量、结构优化的货币政策新思路中，既强调金融与信贷的经济效率，也强调金融服务的公平性与普惠性。

结构性政策与定向调控

为了实现结构优化的目的，中国的货币政策操作也更多地采取了所谓“定向调控”的手法。所谓定向调控，广义地说，即政府针对国民经济的某一特定领域而采取专门性宏观经济政策。在货币政策中，定向调控与“选择性货币政策”很相似。尽管“定向调控”到2014年才成为宏观经济政策的“热词”，但在货币政策实践中，具有定向调控特征的操作手法实际上早已存在。比如，在改革开放初期，中国人民银行就对不同的行业确定了不同的贷款利率，信贷额度也是根据政府经济计划而有差别地确定的；发达经济体的“选择性货币政策”——如证券保证金比率控制、房地产信用控制、窗口指导等都具有定向调控的特征；在次贷危机中，美联储为应对特定金融市场（如商业票据市场、资产证券化市场）的流动性紧张（枯竭），就专门针对其提供流动性援助；欧洲央行为应对欧债危机以来的信贷紧缩，特别为支持欧元区金融机构对非金融企业的信贷融资而提供贷款。总之，在特定的宏观经济与金融市场环境中，无论是中国还是发达经济体，都在不同范围内不同程度地使用定向调控。

根据操作方向的不同，定向调控可分为定向刺激（扶持）与定向紧缩。所谓定向刺激（扶持）即对政府认为的国民经济薄弱环节和民生工程项目，有针对性地采取特定货币政策操作，以提高融资可得性或降低

其融资成本。比如，在20世纪末，为配合中国住房制度改革、促进房地产市场发展，央行一度要求商业银行新增房地产贷款增长率不得低于15%；2004年和2008年调整存贷款基准利率时，分别将住房抵押贷款利率向下浮动区间扩大至15%和30%等；在新常态下所采取的定向降准、定向降息、央行再贷款等，都已成为定向货币政策调控的工具组合。定向紧缩则是对政府认为国民经济中具有过热倾向、产能过剩或对环境污染较重的行业，采取控制性的货币信贷政策。例如，2013年央行在放开贷款利率下限管理的时候，就保留了对住房抵押贷款利率70%的下限管理；之前还不断提高二套房的首付比率要求，这些都属于为抑制房地产市场的泡沫化倾向而采取的具有紧缩特点的定向货币政策操作。

不过，与之前只是间或采取定向操作不同，新常态下的定向操作则具有常态化的倾向，从而使货币政策具有明显以点带面的特征。政府之所以在新常态下热衷于定向操作，主要有以下几个方面的原因：（1）在操作力度上，政府并没有打算执行过于宽松的货币政策，即便经济面临下行压力，也只需要采取“微刺激”；政府或许认为，过去的教训与现实经济状况都决定了没有“强刺激”的必要。（2）定向调控具体化了此前央行一直强调的“有保有压”的政策取向，一些人也称之为“精准发力”、“射中靶心”，这样可以缩短货币政策传导的链条。（3）金融机构在放贷过程中也具有羊群效应，基于短期（任期内）利润最大化目标的个体理性行为，很容易导致整个信贷市场的集体非理性结果，不仅信贷资源不会被配置到政府所期望的部门中去，还容易导致某一行业或地区吸收过多的信贷资源，出现过热和过度的杠杆化，危及金融体系乃至宏观经济的稳定。（4）定向调控可以引导资金流入实体经济，减缓资金在金融体系“空转”而不能很好地为实体经济服务的弊病。

在这里，必须强调的是，虽然定向调控具有一定的现实基础和合理性，但要把握好使用的频率和使用的度，避免过度定向化扭曲货币调控机制，尤其是要防止货币政策因“定向调控”而回到过去那种行政化的老轨道，防止以政府对经济活动（效率与风险）的全面判断来取代市场分

散化的判断和决策。毕竟，市场有缺陷，政府决策也不是完美的。央行在2014年第二季度《中国货币政策执行报告》中也明确地写道：“货币政策主要还是总量政策，其结构引导作用是辅助性的，定向降准等结构性措施若长期实施也会存在一定问题。”应当说，这是央行对定向货币调控地位的恰当表述。

货币政策新手段

存款准备金

在旧常态下，法定存款准备金政策被用作冲销外汇占款和“深度”冻结流动性的重要工具。由于外汇占款持续增加导致国内货币供给迅速扩张，为了保持币值“稳定”，央行被迫不断大幅提高法定存款准备金比率，乃至中国法定存款准备金比率在2011年被提高到21.5%的奇高水平。总结起来，旧常态的法定存款准备金比率的运用，主要基于以下背景展开：（1）在外汇管理体制上，实施了较严格的结售汇制和资本管制；（2）持续扩张的贸易顺差与国际资本流入，导致货币与信贷扩张压力增加；（3）投资率持续上升以及房地产市场持续繁荣，使得宏观经济时时有过热之虞；因此（4）防通胀是旧常态下货币政策的主要取向。基于以上数端，在发行央行票据难以为继、难以担当起“深度”冻结流动性重任之时，央行便频繁地使用了在货币政策中具有“巨斧”之称的法定存款准备金比率。

但新常态下，继续实施高法定存款准备金比率的政策环境已得到极大地弱化。首先，外汇管理体制与人民币汇率市场化改革的持续深化，弱化了人民币供给的美元本位机制，国内货币供给与外汇储备之间的脐带关系减弱了。其次，危机后，全球经济再平衡过程，将难以使中国国际收支双顺差持续上升。第三，房地产市场经历十余年高速发展后步入调整期，旧常态经济扩张的综合后遗症逐渐暴露，使得新常态下通胀预

期出现了转变。最后，法定存款准备金向来就有“准备金税”之说，高法定存款准备金比率具有扭曲性效应，不仅影响商业银行的经营行为，也妨碍了中国利率市场化改革，扭曲了央行的货币政策操作。

在体制、环境悄然发生变化的情况下，将法定存款准备金比率谨慎有序地下调到合理的水平，不仅是稳增长政策的需要，也是进一步深化金融体制市场化改革的需要。我们认为，在存款总量已非常庞大的情况下，存款准备金比率的调整应当避免对金融市场造成较大的流动性冲击，因此，可根据宏观经济环境的变化，以每次较小的幅度（比如一次0.2%或者0.25%）在较长时期逐步调整，将其调整到较合理的水平，这个过程甚至可能需要十年以上的时间。

除了适时将法定存款准备金总水平逐步调整到较合理的水平外，新常态下为配合“用好增量”和“结构优化”的货币政策思路，定向准备金政策是一个突出的特点。2014年6月，国务院常务会议确定定向降准后，央行为进一步有针对性地加强对“三农”和小微企业的金融支持，决定对符合审慎经营要求且“三农”和小微企业贷款达到一定比例的商业银行，自6月16日起下调人民币存准率0.5个百分点。具体而言，要获得降准，需要满足2013年“新增涉农贷款占全部新增贷款比例超过50%，且上年末涉农贷款余额占全部贷款余额比例超过30%；或者，上年新增小微贷款占全部新增贷款比例超过50%，且上年末小微贷款余额占全部贷款余额比例超过30%”。央行称，大约2/3的城商行、80%的非县域农商行和90%的非县域农合行满足此次定向降准的条件。同时，央行还下调财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司人民币存准率0.5个百分点，以让其发挥好提高企业资金运用效率及扩大消费等作用。此前，央行在2014年4月25日下调了县域农商行存准率2个百分点、农村合作银行存准率0.5个百分点，上次已降准的机构不在此次的降准之列。这意味着，前后两次的定向降准，实际上可以视为一次政策行动。

根据央行金融机构信贷收支表，2014年4月末，全部金融机构的人

民币各项存款总额为108.5万亿元，其中中资全国性大型银行为57.1万亿元，中资全国性小型银行为25.8万亿元。这意味着，地方性存款金融机构、金融租赁、汽车金融公司、信托公司的存款总额大致为26万亿元人民币，扣除信托存款后，2014年4月以来的两次定向降准涉及的存款总额不足20万元。依此推算，两次定向降准实际释放出的流动性可能在1300亿元左右。这表明，与过去动辄冻结或释放数千亿元的流动性相比，央行在2014年以来的准备金政策应用中，格外谨慎小心。

央行之所以没有采取市场预期“全面降准”的措施，是“稳定总量、盘活存量、优化结构”的政策原则决定的，也是与央行对当前总体流动性充裕的形势判断相呼应的。事实上，在2014年4月定向降准后，央行曾表示，定向降准“不意味着稳健货币政策取向的改变……不会影响银行体系的总体流动性”。在同年6月份的定向降准公告中，央行更加明确地强调：“当前流动性总体充裕”，“货币政策的基本取向没有改变”。因此，央行定向降准的行动，并不是基于增加市场流动性总体供给的考虑，表明了在短期内不太会采取全面宽松政策的姿态和立场。

更进一步地分析，2011年以来央行对存款准备金政策应用的变化，反映了央行更加重视发挥存款准备金政策在总量均衡与结构调整、经济增长与金融稳定之间的平衡作用。梳理2004年以来准备金政策的重要变化，可略见一斑。

2004年央行就采取过差别法定存款准备金政策：金融机构适用的存款准备金率与其资本充足率、资产质量状况等指标挂钩。金融机构资本充足率越低、不良贷款比率越高，适用的存款准备金率就越高；反之则反是。其目的在于，在我国资本充足率监管尚未有效实施，监管当局缺乏对金融机构实施区别对待的正向激励机制时，通过差别存款准备金率达到抑制资本充足率较低且资产质量较差的金融机构盲目扩张贷款的目的。

但是，随后由于资产价格的上涨、国内商业银行补充资本金渠道的

多样化和便利化，中国金融机构的资本充足率大幅上升，资产质量也得到了极大的提高，不良贷款率迅速下降。与此同时，持续扩大的贸易顺差和资本流入使得央行外汇占款迅猛增长，通过央行票据对冲又显得捉襟见肘并引发了部门间对外储管理权之争。鉴于此，央行被迫将法定存款准备金比率当作一项全面锁定和冲销流动性的工具。央行在2006年第二季度《中国货币政策执行报告》中曾对存款准备金冻结流动性的特殊功效做评价。它指出，在商业银行持有变现能力很强的高流动性资产的情况下，通过公开市场操作回收流动性仅是浅层对冲，存款准备金具有“深度”冻结流动性的功能；提高存准率将一部分过剩流动性深度冻结，能够减轻央行票据发行压力，增强公开市场操作引导利率和信贷的能力。在此之后的数年里，央行便频繁地提高法定存款准备金比率，并将它提高到了极为鲜见的20%以上。

基于流动性总量管理的法定存款准备金政策，在2006年之后的五年左右时间里盖过之前所采用的差别存款准备金政策。但在次贷危机之后，随着宏观审慎政策理念的出现，央行2011年引入了差别准备金动态调整机制，从而延续和完善了2004年的差别准备金政策。所谓差别准备金动态调整机制，就是将信贷投放与宏观审慎要求的资本水平相联系，同时考虑金融机构的系统重要性和稳健性、经济周期的景气状况，通过差别准备金来引导和激励金融机构自我保持稳健和逆周期调节信贷。

根据差别准备金动态调整机制，央行在2011年、2012年和2013年连续运用差别准备金动态调整机制加强宏观审慎管理，其调整的主要依据依然是金融机构的稳健性和信贷执行情况，目的在于引导信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险的能力；在具体的信贷投向上，即是鼓励金融机构增加小微企业、“三农”和欠发达地区的信贷投入。

这样看来，“定向”降准是央行早已采取的差别存款准备金动态调整政策的一部分，它是在宏观和市场流动性总体平稳有序的情况下而采取的一种结构调整政策，正因为如此，不少人称之为“精准发力”。至此，

可以说，中国的存款准备金政策不仅仅是传统的总需求管理政策，也成了结构调整的工具。应当说，这是中国在货币调控实践中不拘一格的灵活应对措施。

中央银行贷款

央行贷款是货币政策的重要工具之一。相对于法定存款准备金和公开市场操作，中央银行贷款的历史要悠久得多。英格兰银行在19世纪就多次成功地充当了最后贷款人，避免金融恐慌的蔓延。现在，在那些高度市场化的国家，由于取消了法定存款准备金制度或者法定存款准备金比率处于极低水平，央行贷款（或再贴现）与公开市场操作便成为其货币政策的主要工具，通过公开市场与央行贷款的配合、协调运用，不仅管理经济、金融体系中的流动性总体状况，引导市场利率总水平甚至利率结构的变化，而且通过最后贷款人职责，对某一特定金融市场或某一特定金融机构提供流动性援助，防止局部流动性困境传导，恶化为全局性的流动性枯竭，给经济造成无法挽救的后果。无论是美联储应对次贷危机还是欧洲央行应对欧洲主权债务危机的过程中，央行贷款都有较多的应用。

各国央行贷款的具体名称可能有所不同，具体执行方式也因央行而异。就中国而言，现有央行贷款主要包括再贴现和再贷款。再贷款又有了林林总总的创新工具。下一章将更详细地分析央行贷款工具的创新、抵押品扩容及其对货币政策的影响。

再贴现是央行对金融机构持有的未到期已贴现商业汇票予以贴现的行为。央行通过适时调整再贴现总量及其利率，选择再贴现合格票据，可以达到吞吐基础货币、实施货币调控和引导信贷结构调整的目的。再贷款则是央行对金融机构发放的贷款。在1984年人民银行行使央行职能以后相当长一段时期，再贷款一直是我国最重要的货币政策工具。再贴现与再贷款，都可以调节货币与信用总量和结构。但应用这两种政策工

具时，央行具有一定的被动性，当央行的再贷款和再贴现余额较低时，就不能用它们来实施紧缩性货币政策；即，当中央银行需要紧缩和冻结过量的流动性时，再贴现与再贷款在货币政策的应用中就会受到牵制或几乎无用武之地。这正是新世纪中旧常态下中国货币政策的现实写照。

但是，在新常态下，对冲销外汇占款和深度冻结流动性的货币政策操作需求下降，为央行资产方的货币政策操作提供了必要的空间。因此，再贴现与再贷款将改变其在旧常态中那种“花瓶”的形象，真正发挥其调节货币信贷总量及结构的政策功效。尤其是，央行贷款工具的不断创新和丰富，央行贷款使用更频繁、规模更大，意味着它在货币政策的日常操作中，甚至超过了法定存款准备金政策，它不仅调节信贷总量，还在引导信贷结构、管理市场流动性等。

例如，2014年上半年，央行主要利用再贷款来引导信贷结构的调整。年初央行继续调整再贷款分类，新设信贷政策支持再贷款，强化对小微企业融资的支持。3月初，人民银行对部分省（区、市）增加支农再贷款额度共200亿元，以支持金融机构做好春耕备耕金融服务。3月20日，央行正式在信贷政策支持再贷款类别下创设支小再贷款，专门用于支持金融机构扩大小微企业信贷，确定全国支小再贷款500亿元的额度。支小再贷款发放对象是小型城市商业银行、农村商业银行、农村合作银行和村镇银行等四类地方性法人金融机构；条件为金融机构须上季度末小微企业贷款增速不低于同期各项贷款平均增速、贷款增量不低于上年同期水平。期限为3个月、6个月、1年三个档次，可展期两次，期限最长可达3年；支小再贷款利率在人民银行公布的贷款基准利率基础上减点确定。

流动性管理的央行贷款主要是常备借贷便利（SLF），创设于2013年。它是央行正常的流动性供给渠道，对象主要为政策性银行和全国性商业银行，期限为1—3个月，以抵押方式发放，合格抵押品包括高信用评级的债券类资产及优质信贷资产等。2014年春节前，为保持货币市场

流动性合理适度，人民银行总行通过常备借贷便利向符合条件的大型商业银行提供了短期流动性支持，在北京等10个试点地区的人民银行分支机构向符合条件的中小金融机构提供了短期流动性支持，稳定了市场预期，促进了货币市场平稳运行，2014年1月末常备借贷便利余额为2900亿元。春节后，随着现金逐步回笼，以及外汇流入形势的变化，人民银行全额收回了春节期间通过常备借贷便利提供的流动性。由于央行创设了该工具加强对货币市场的流动性管理，在2013年6月的“钱荒”事件之后，中国货币市场利率便逐步回落到了较为正常的水平，应当说，这有利于稳定实体经济的融资成本及对未来财务风险的可控性。

公开市场操作

公开市场操作是货币政策的微调工具，具有法定存款准备金政策无法比拟的灵活性。旧常态下的公开市场操作主要以发行央行票据和债券回购操作为主。发行央行票据是为冲销外汇占款应运而生的。央行票据发行量不断增长，还探索了央行票据发行方式的创新。例如，央行曾试图以数量招标——央行事先确定票据的利率，一级交易商根据该利率投标决定发行数量——的方式发行票据，以引导市场利率走向。中央银行自己确定的票据利率，往往与一级交易商的期望相差甚远。当一级交易商不接受中央银行确定的央行票据利率时，中央银行票据的发行就会出现流标，难以完成中央银行票据的计划发行量。另一个央行票据发行创新就是远期票据。2004年12月28日发行的2004年第103期央行票据缴款日和起息日均为2005年2月21日，距发行日50余天，该一年期远期央行票据的中标利率为3.2418%，较同一天发行的即期一年期央行票据的利率低5个基点。远期交易具有价格发现功能，因此，远期央行票据的发行有利于中央银行更准确地判断未来利率的可能走势，改变了以往单纯通过公开市场操作来影响货币市场利率的做法。同时，它也反映出央行正试图提高政策的灵活性和市场化程度，并在回笼资金的同时，避免对当期市场的冲击。遗憾的是，后来再没有发行过远期央行票据。随着国际收支的变化、存款准备金在冻结流动性中地位的增强，央行票据在公

开市场操作中日趋式微，乃至2013年6月之后，就再没有发行过央行票据。

不可否认，央行票据在中国货币政策操作乃至金融市场发展中均发挥过积极的作用，它不仅是央行冲销外汇占款的手段，在中国金融市场缺乏短期债券的情况下，发行期限较短的央行票据完善了中国债券市场及利率的期限结构。除了央行票据外，债券正回购与逆回购操作也是央行公开市场操作的主要手段，无论是正回购操作还是逆回购操作，期限都非常短，其主要作用也只在于调节市场流动性的短期变化。

在外汇占款持续上升的背景下，央行还尝试过外汇掉期操作的公开市场操作方式。外汇掉期是交易双方约定以货币A交换一定数量的货币B，并以约定价格在未来的约定日期用货币A反向交换同样数量的货币B。本质上看，央行的掉期交易与利用债券进行回购交易的公开市场操作在形式是一样的，一个完整的掉期交易与回购交易一样，都包含两个相互关联的交易过程。从对基础货币的调控效果来看，掉期交易类似于发行中央银行票据或正回购操作，减少了银行体系的人民币头寸。因此，货币掉期交易为人民银行提供了另一种控制货币供应的工具。常认为，掉期操作具有价格发现的功能。在人民币持续升值预期下，通过掉期操作也反映了央行引导人民币汇率预期的意图。不过，虽然央行尝试过这种公开市场操作方式，但真正发挥的作用很小。

另外，自2006年起，央行便接受财政部委托展开国库现金管理，由公开市场操作室通过利率招标将一定的国库资金转移到中标的商业银行。不过，国库现金管理只是单向的资金流动，它增加了基础货币的供给，对市场流动性具有扩张之效，因此，它不像发行央行票据、债券回购操作那样具有灵活调剂流动性的功效。

毫无疑问，在新常态下，公开市场操作仍将是货币政策微调的基本工具，但央行票据余额将进一步下降，甚至不再体现在央行资产负债表的负债方，因此，公开市场操作的对象可能转向国债或金融机构债券。

十八届三中全会关于全面深化改革的决定中指出，要完善国债收益率曲线，这意味着国债期限结构将会更加多样化，尤其是短期国债的经常性发行，不仅将完善政府债券市场结构，也为央行的货币政策操作提供更多的工具。当然，公开市场操作发挥的主要作用仍将是调节市场流动性和引导市场利率走向。2013年6月的“钱荒”事件之后，货币政策开始关注短期市场利率的波动，随后，创设了短期流动性调节工具，以对货币市场流动性出人意料的变化进行干预。任何局部金融市场的意外剧烈波动都可能对整个金融市场造成不利影响，因此，针对特定金融市场波动而展开的“定向公开市场”操作，也可能成为货币政策的新尝试。鉴于新常态下中国利率市场化改革已进入收官阶段，公开市场操作将不仅引导市场利率总体水平的变化，还将通过不同期限债券的操作引导利率期限结构的变化，提高货币政策传导的效率。

利率与汇率政策

周小川行长曾说过，中国货币政策注重数量型调控，轻价格型调控，而后者在货币政策调控中的效果往往会更好。虽然市场往往将“价格型调控”，不恰当地简单解读为央行调整存贷款利率水平，但除此之外，旧常态的利率政策包括调整存贷款利率的浮动区间、利率市场化改革。在相当程度上，存贷款利率浮动区间的调整与利率市场化改革是紧密地联系在一起的，前者本身就是渐进式利率市场化的必要步骤，随着利率市场化改革的深入，央行直接调整存贷款基准利率作为政策手段的作用不断下降。

政府要解决“融资难、融资贵”。根据央行的统计，2014年6月，一般贷款加权利率为7.26%，2011年以来，该利率一直在7%以上。在利率浮动方面，金融机构贷款利率上浮占比达70%左右，下浮占比不足10%。贷款利率总体处于较高水平，一方面是因为无风险利率上升，另一方面是因为风险溢价上升了。随着过去高度刺激政策的不良后果逐渐显现，金融风险逐渐暴露，风险溢价可能还会略有上升，因此，要降低

总体利率水平，就要降低市场的无风险利率。但是，现在政府所指的融资贵，似乎并不是泛指利率总体水平，而更多是指小微企业和涉农贷款的利率较高。因此，央行在实际货币政策操作中，并没有像市场呼吁的那样降低存贷款基准利率，而是通过降低支农再贷款利率，以引导农村金融机构涉农贷款利率。这一操作表明，在央行看来，可以通过“定向降低贷款基准利率”的办法来降低特定部门的融资成本，但降低所有存贷利率的时机并未成熟。但是，由于资本存量已达到了一个比较高的水平，实际利率会随着资本存量的上升而下降，只要央行能够较好地控制物价总水平，名义利率也可能保持在相对较低的水平。虽然定向降准降息是重要的定向货币政策工具，但正如央行所说，货币政策仍是总量需求管理政策，这意味着，央行并没有、也不会放弃调整利率总水平这一政策选项，它不过是在静候时机罢了。

旧常态下的人民币汇率，既因中国经济的持续上升而升值，也因受到国外政治压力而被动地上升。因此，单边升值是旧常态下人民币汇率的主导预期。结果，在国内外利差与升值预期的双重作用下，资本持续流入给国内经济造成了极大冲击。但是，人民币汇率改革的基本取向就是充分发挥市场供求作用，增强人民币汇率的灵活性，在2005年汇改以来人民币已较大升值的背景下，政府在应对人民币升值的国外压力时，会更加积极、主动。因此，一方面，来自贸易顺差的人民币需求会减弱，另一方面汇率机制的更加市场化使得汇率更加灵活，这都会增加人民币汇率的双向波动性。随着中国在全球经济中地位的进一步提升，中国金融市场的进一步深化，旧常态那种单边升值的态势一去不复返了，但人民币汇率机制在经济实现内外均衡中的作用会更加突出。关于人民币汇率机制，我们在第11章还会做更具体的分析。

货币调控新机制

前文已经分析了新常态下中国金融结构的变化趋势，尤其是传统银

行信贷之外的融资渠道的拓展和深化、企业与居民金融资产配置的多元化等所谓影子银行体系的发展，对原来名义上以货币供应量、实际操作中则更加注重银行信贷的货币政策操作机制带来了根本性的挑战。因此，货币调控机制必然为适应新的金融环境而及时加以调整和改革。

首先，应从主要关注传统银行信贷转向更加关注广义信贷。

在我国货币政策操作的实践中，银行信贷一直占有极其重要的地位和作用，在以信贷规模控制为主导的直接金融调控下就不必说了，即便在1998年我国改革货币调控机制，确立了以公开市场操作、法定存款准备金比率和再贴现为主的间接货币调控机制后，银行信贷在我国货币政策操作中的作用也丝毫不亚于货币供应总量。在旧常态下的货币政策实践中，我们一直在每年年初同时公布货币供应量的增长率目标和当年的新增信贷额的目标值。在货币政策决策方面，央行也曾以实际的信贷增加额与年初央行制定的信贷目标增加额之间的偏离程度，来决定下一步的货币政策方向和制定相应的货币政策操作策略。如果实际的信贷增长持续快于年初的目标值，则可能采取紧缩性的措施；反之，则会适当地放松货币政策。2006年，时任央行副行长吴晓灵在金融专家年会上对此提供了一个经典注释。她指出，当商业银行投资选择余地增加和贷款意愿增强时，央行票据的发行将处于比较被动的局面，在保持货币政策稳定和中性的同时，人民银行将综合运用各项货币政策工具及其组合，将商业银行的头寸调控到适度的水平。在接下来的货币政策操作中，无论是提高利率还是法定存款准备金比率，都是针对银行信贷的快速增长而采取的紧缩性措施；更有甚者，央行还针对信贷增长过高的商业银行以惩罚性的利率定向发行央行票据。

当银行信贷为经济中的唯一或主要融资来源时，控制银行信贷的闸门对货币政策可能起到立竿见影的效果。但是，近年来，传统银行信贷在中国社会融资总量中的比重已迅速下降。2002年，金融机构人民币贷款占社会融资总量的比重为91.9%，但到2013年底，该比重已下降到

51.4%。这表明，仍以银行信贷作为货币政策的调控目标，其效果会明显下降，甚至对宏观经济做出不恰当的判断。

在20世纪90年代以前，无论是关于货币政策传导的结构模型还是简化模型，对中央银行货币政策传导机制的视野都集中在非常宏观的层面。然而，近二十年来，随着信息经济学的发展，兴起了货币政策传导的信用渠道理论，该理论让人们对货币政策传导机制的研究更加深入到了微观层面，更强调借款者和商业银行之间的行为对信贷需求和供给的微观影响。斯蒂格利茨和格林沃尔德在《通往货币经济学的新范式》一书中直截了当地指出，传统的货币理论让政府控制货币供给来影响利率，并进而影响投资，但在新范式下，影响经济活动水平的是私人部门获得信贷的条件以及信贷数量，而不是货币数量本身。他们还认为，货币政策不仅会影响信贷需求，还会通过信贷供给影响经济活动，尤其是当存在信贷配给时，货币政策对信贷供给的影响是相当重要的。信用渠道理论包括资产负债表渠道和银行贷款渠道，它实际上是信息经济学在货币政策传导机制理论中的运用，强调了借款者和商业银行的微观行为对货币政策的影响，更加注重借款者异质性的影响。例如，即便是利率变动对借款需求有影响，也不仅仅在于资金的成本变化方面，而是因为名义利率的大幅上升会降低企业资产的价值，使企业的风险厌恶程度更高，投资意愿下降，从而减少了对资金的需求。卡尔·瓦什甚至指出，对于利率受到管制的国家，货币政策的信用渠道更为适用。

其次，逐步确立以利率为操作目标的货币政策体系。周小川行长曾说，中国货币政策偏重于数量型调控，而轻视了价格型调控。其所指的价格型调控，并不是指提高或降低存贷款基准利率若干，而是指确立以某种货币市场利率为操作目标的货币政策体系，央行通过公开市场操作和央行再贷款（或再贴现）的配合，使该指标利率大体与央行设定的目标值一致。央行通过调整该操作目标利率，引导其他中长期利率联动，进而影响企业和家庭的借贷、影响投资与消费等实体经济活动。现在，全球主要国家均随金融市场结构多元化、复杂化而实施了以市场利率为

操作目标的货币政策体系。虽然在新世纪的发达经济体金融危机后，美联储等发达国家央行实施了量化宽松（QE）的货币政策，但这并不意味着它们已经放弃了利率在货币政策中的作用，回归到了以货币供应为操作目标的体系。

我们已经指出，在银行信贷占比已大幅下降的情况下，货币政策应转向更加关注广义信贷。那么，央行该如何调控广义信贷呢？由于现在的债券发行是高度市场化的，企业发行多少债券、什么时候发行，央行或监管当局并不能像过去那样确定其发行额度。在债券发行市场化的环境里，央行调控广义信贷的基本途径就是通过货币市场利率来影响借款者的债务融资成本，从而影响广义信贷总量。熊彼特曾说，货币市场是经济的总部，一道命令从这里下发到经济的各个部门。这对中国未来货币政策的意义在于，某种货币市场利率应成为经济的总部，它的变化就向经济各部门传达了货币政策的命令。

但以利率为操作目标来影响广义信贷总量，其有效性要取决于两个基本因素：其一，利率的期限升水或风险溢价比较稳定。只有在这种情况下，其他不同期限或不同风险的债券利率才会随货币政策操作目标利率变动而同向成比例地变动。这就意味着，在以利率为操作目标的政策体系中，央行可能不仅需要调控作为操作目标的利率水平，而且还要有足够的工具配合来影响利率的期限结构。分析至此，十八届三中全会指出，要建立和完善国债收益率曲线，其重要意义就不言自明了。其二，借款者对利率变化要有足够的敏感性，否则，即便其他中长期利率随货币政策操作目标利率而相应地联动，借款者的活动仍不会对货币政策做出积极反应，就难以达到货币调控的效果。

第10章 中央银行贷款新工具

本章导读

再贷款是我国货币政策重要的手段之一。它在我国货币调控中的地位经历了三个阶段的明显变化：2001年之前，再贷款是央行调控基础货币的基本手段；但2002年至2013年间，受央行国外资产扩张的影响，再贷款基本被束之高阁；2014年以来，国际收支的新变化为再贷款提供了新的空间，再贷款在货币政策中的作用不断上升。

在新的变局时期，再贷款工具得到不断创新，再贷款合格抵押品范围不断扩大，再贷款功能也随之得以扩张。目前，再贷款主要功能有：管理信用总量、管理市场流动性、调整信贷结构、维护金融稳定、引导和管理市场利率。

随着再贷款工具的创新、抵押品范围的扩大和功能的扩展，中国货币政策传导机制也正在发生一些重要变化，货币政策传导渠道被缩短，不仅会改变流动性的总量结构，也会改变市场的流动性结构，从而影响市场利率结构，使得央行的货币政策更好地发挥定向调控功能，减少对总量货币调控的依赖。不过，在形形色色的再贷款工具的应用中，应注重与其他政策工具的协调，防止一些信用风险向央行转移，也要避免再贷款演变为央行对金融机构信贷投向的行政化干预。

中央银行贷款是最早的货币政策工具，这是央行最早的使命，即通过最后贷款人职能避免金融恐慌所决定的。随着金融结构的变化，央行最后贷款人职能也在不断延伸。例如，在美国次贷危机中，美联储的最后贷款人职能就从传统的银行业机构扩展到了非银行金融机构和金融市

场。在新中国成立后至2001年的较长历史时期，中国人民银行的再贷款就一直是我国最重要的货币政策工具。但从2001年起，国际收支双顺差使国内流动性大幅扩张，央行贷款在我国货币政策操作中的作用一度大幅下降。这种状况持续了10年左右的时间。在经济进入新常态之后，货币政策环境的变化使中央银行贷款再次被提升到了最重要的位置，而且，央行贷款工具、形式和功能也在不断地丰富和发展。

再贷款在货币政策操作中的地位再次上升

再贷款，即我国央行对金融机构发放的贷款，是我国央行重要的货币政策工具之一。但它在我国货币政策操作中的地位并非始终如一。改革开放以来，再贷款在我国央行货币政策操作中就经历了三个阶段的变化。

第一阶段，即在2001年之前，再贷款是央行调控基础货币的主要渠道，因而对金融机构债权构成了央行资产方的主要部分。对金融机构债权主要包括公开市场操作中回购交易形成的“买入返售”、再贷款和再贴现。2001年以前，公开市场操作并没有成为央行调节基础货币的重要政策工具，再贴现很少，因此，体现在央行资产中的对存款性金融机构债权基本由再贷款构成。由于那时再贷款是我国央行投放基础货币的主渠道，因此，那时央行对存款性金融机构债权增减，反映了央行根据宏观经济形势变化而实施货币政策的银根松紧的变化。例如，为应对亚洲金融危机期间国内经济增长率的下降和通货紧缩，央行为了实施稳健的货币政策，就通过增加再贷款来投放基础货币。

第二阶段，即2002年至2013年，再贷款在央行货币政策操作中日趋式微，再贷款基本被闲置。主要原因在于，中国在2001年加入WTO后，由于贸易顺差的持续增长和人民币升值预期下资本流入的大量增长，央行持有的国外资产大幅增加，外汇占款成了央行投放基础货币的

主要渠道。在这种背景下，央行货币政策操作就主要是为了冲销外汇占款，其基本手段，先是大量发行央行票据，继而通过大幅提高法定存款准备金比率以深度冻结流动性。由于之前央行的再贷款余额较少，难以通过缩减再贷款的方式来冲销外汇占款导致的流动性扩张，因此，接下来的十年左右时间里，央行再贷款在货币政策操作中基本上没有发挥什么作用。尽管2005年前后，央行发挥金融稳定的功能而向包括一些证券公司在内的非银行金融机构发放了再贷款，但这并非常规货币政策操作的范畴。

第三阶段是2014年以来，再贷款在货币政策操作中的地位得到极大提升。在2008年后，发端于美国的全球金融危机让人们迫切认识到，全球经济再平衡对全球宏观经济和金融体系稳定至关重要，因此需要重建新的贸易与金融秩序。在这种背景下，尽管中国仍有大量贸易顺差和资本流入，但由于中国同时实施了“走出去”的战略，中国对外直接投资大幅增加，同时在美国大规模经济刺激下，美国经济企稳、美元升值，也吸引了一些短期资本流入美国。结果，中国人民银行持有的国外资产不仅没有随贸易顺差而增长，反而略有下降。这为中国人民银行资产结构的调整创造了非常有利的条件，2001年后一直被“闲置”的央行再贷款开始有了发挥作用的空间。尤其是，2014年以来，再贷款在央行货币政策操作中的作用更加突显，这反映在央行资产负债表中，就是央行对金融机构债权大幅增加。2015年末，央行对存款性金融机构的债权总量上升到了26626.36亿元，2016年10月末则飙升至72549.51亿元，是2010年初的19697亿元的近3.7倍。这表明，几乎被“闲置”十多年的再贷款，在中国货币政策操作中的地位再次上升。

央行再贷款操作创新及其功能的扩展

中国经济进入新常态后的转折与变局，使货币政策操作环境也随之发生巨大变化。新的货币政策环境需要货币政策操作手段、方式、方法

随之发生相应的变化。近年来，央行就在主动适应经济新常态，引领货币政策新常态，通过不断完善和丰富再贷款调控工具，使得再贷款在货币调控体系中的功能得以不断扩充。

首先是央行在再贷款的应用中，不断创设了新的再贷款工具，形成了央行贷款操作体系。到目前为止，新创设的央行贷款工具包括：

1.支小再贷款，即是向金融机构发放的专门用于小微信贷的再贷款。这是为缓解小微企业融资难和融资贵而采取的定向再贷款。

2.支农再贷款，即央行向一些符合条件的中小金融机构发放，并由后者用于“三农”信贷的中央银行贷款。支农再贷款机制包括以下几个方面的内容：（1）农村金融机构在支农再贷款借用期间，涉农贷款增量应不低于借用的支农再贷款总量。（2）在利率方面，农村金融机构借用支农再贷款发放的涉农贷款利率应低于该金融机构其他同期限同档次涉农贷款加权平均利率。

3.扶贫再贷款。创设于2016年，央行设立扶贫再贷款，旨在专项用于支持贫困地区地方法人金融机构扩大涉农信贷投放。它的支持范围是特困地区、国家扶贫开发工作重点县，以及未纳入上述范围的省级扶贫开发工作重点县。扶贫再贷款的适用对象是贫困地区的农村商业银行、农村合作银行、农村信用社和村镇银行这四类地方法人金融机构。它的利率比支农再贷款更优惠，为地方法人金融机构支持脱贫攻坚提供成本较低、期限较长的资金来源。

由于小微企业和三农贷款面临更严重的信息不对称，又不具有规模经济效应，以利润最大化为目标的金融机构往往不愿意向小微企业和三农提供金融支持，小微和三农面临更严重的信贷配给，获得的贷款也要支付更高的外部融资溢价。央行创设支小再贷款、支农再贷款、扶贫再贷款，则可以在一定程度上弥补市场缺陷，提高它们的融资可得性。同时，央行还通过支小与支农再贷款利率的调整，来引导金融机构降低对

小微和三农信贷的利率定价。

4.常备借贷便利（SLF）。该贷款工具创设于2014年1月，它当时旨在向符合审慎要求的地方法人机构提供短期流动性支持。后来，常备借贷便利的主要功能是满足金融机构期限较长的大额流动性需求。常备借贷便利有三个主要特点：金融机构可根据自身流动性需求主动申请常备借贷便利；是中央银行与金融机构“一对一”交易，针对性强；交易对手覆盖面广，存款金融机构均可申请常备贷款。创设该工具的重要背景就是2013年6月发生的“钱荒”，极大地扰乱了市场利率，货币市场和债券市场利率大幅上升，并提高了企业的借贷成本。为了吸取“钱荒”的教训，央行便创设了常备借贷便利，以随时应对个别金融机构暂时性的流动性困境对整个金融市场的冲击。常备借贷便利的利率可以起到市场利率上限的作用，这表明，央行在2014年的货币政策操作中，具有了利率走廊的雏形。

5.中期借贷便利（MLF）。该工具创设于2014年9月，它向符合宏观审慎管理要求的商业银行、政策性银行，通过招标方式提供中期基础货币。在中期借贷便利中，金融机构提供国债、央行票据、政策性金融债、高等级信用债等优质债券作为合格质押品。央行在2014年第四季度《中国货币政策执行报告》中指出，中期借贷便利可以发挥中期利率政策的作用，引导金融机构加大对小微和三农的信贷支持力度，促进降低贷款利率和社会融资成本。

6.抵押补充贷款（PSL）。它是央行以抵押方式向金融机构发放的贷款，合格抵押品范围主要是高信用级别的债券和优质信贷资产。它在2014年4月创设之初，主要是为开发性金融支持棚改提供长期稳定、成本适当的资金来源。抵押补充贷款是央行对金融机构提供的期限较长的大额融资，其主要功能是，支持国民经济重点领域、薄弱环节和社会事业发展。相比较而言，抵押补充贷款的期限更长一些，金融机构获取抵押补充贷款后，可以开展相对更长期限的资产活动。

7.信贷资产质押再贷款。对中国而言，这是一个全新的货币工具，它以金融机构非标准化的信贷资产作为从央行获得再贷款的合格抵押品。这一政策工具的应用，将极大地扩展中小金融机构从央行获得再贷款的合格抵押品资产范围，提高了这些金融机构信贷资产的流动性。

在创新再贷款工具的同时，央行还大量扩充了再贷款的抵（质）押资产的种类和范围。中央银行在向管辖权范围内的金融机构发放贷款时，通常会有合格抵押品的要求。金融机构向中央银行申请贷款时所提交的抵押品，通常是其持有的某种金融资产。至于哪些金融资产可以充当合格抵押品，各国（地区）中央银行则有不同的规定和要求。同一个国家的央行在不同时期、不同宏观条件下，所要求的合格抵押品资产范围也会有较大不同。例如，在2008年次贷危机后，美联储不仅拓宽了贷款对象，也拓宽了合格抵押品资产。过去较长一段时间里，我国央行对金融机构的再贷款并无合格抵押品的要求。

2014年以来，中国人民银行在央行贷款的政策实践中，不断地扩宽合格抵押品资产的范围，如今可充当央行贷款抵押品的金融资产包括：（1）高信用级别的债券，如国债、中央银行债券和政策性金融债券。（2）商业银行持有的信贷资产。抵押补充贷款便是以高信用级别的债券和优质信贷资产作为合格抵押品的。但央行在2014年开展试点并在2015年推广信贷资产质押再贷款过程中，所要求的合格信贷资产的品质，远低于抵押补充贷款的要求。（3）将地方债纳入央行常备借贷便利、中期借贷便利和抵押补充贷款的抵押品范围内。此外，地方债还被纳入中国国库和地方国库现金管理抵押品范围。这是在2015年为配合化解地方政府债务风险、积极推动地方政府债务置换而采取的一项举措。

随着再贷款工具的丰富和完善、再贷款合格抵（质）押品范围的扩大，再贷款的功能也随之丰富。伴随着央行不断创新再贷款工具，再贷款在中国货币政策操作中发挥着五项重要的新职能：

1.调节信用总量。中国央行贷款最早的职能就是调节全社会的信用

总量，这并没有因为央行贷款工具的创新和它引导信贷结构调整功能的增强而弱化。央行对再贷款的运用总量，仍需要符合“保持币值稳定”的法定目标。只有在调节好全社会的信用总量的基础上，央行贷款才能更好地发挥信贷结构调整功能。

2.引导信贷结构调整。再贷款发挥着引导金融机构信贷投向三农、扶贫、小微和棚户区改造等国民经济薄弱环节的功能。随着新常态下政府更加注重定向调控，央行也试图利用再贷款促进信贷结构调整、引导贷款利率的结构变化。支小再贷款、支农再贷款和抵押补充贷款，都发挥着引导金融机构信贷投向的功能。因此，再贷款不仅仅是总量政策工具，更是结构调整的工具。

3.管理市场流动性。常备借贷便利是向地方法人机构提供流动性支持，它与正（逆）回购操作、短期流动性调节工具（SLO）一起，构成了中国央行对市场流动性管理和调节的工具体系。2013年6月，中国货币市场一度出现“钱荒”，紧张的货币市场流动性使短期货币市场利率高到难以承受的水平，给债券市场带来了极大的冲击，乃至随后一年左右的时间里，中国债券市场利率都处于较高的水平。在那次“钱荒”之后，央行便创设了常备借贷便利，以应对市场流动性的意外波动。

4.化解金融风险，维护金融稳定。央行的重要职能之一，就是发挥最后贷款人的作用，为陷入流动性困境的金融机构提供援助，阻止少数金融机构的流动性困境恶化为系统性的金融危机。1999年中国成立四大资产管理公司后，为了帮助它们从国家银行收购不良贷款，央行向它们发放了数亿元再贷款；2005年为了化解证券公司风险，央行就曾向数家券商提供大量再贷款；2015年6月下旬和7月上旬，股票市场大幅下挫，为了稳定资本市场，守住不发生系统性金融风险的底线，央行又向中国证券金融股份公司发放了数千亿元贷款，并承诺对资本市场的流动性救助不受限额的约束。所有这些，都是央行再贷款维护金融稳定职能的重要体现。

5.引导和管理市场利率。央行在2014年第四季度《中国货币政策执行报告》中谈到常备借贷便利时指出，其主要目的是发挥常备借贷便利的利率作为市场利率上限的作用；在谈到中期借贷便利时指出：“发挥中期政策利率的作用，促进降低贷款利率和社会融资成本。”这表明，央行在货币政策操作中，不仅关注合意贷款规模，事实上也在逐渐关注利率期限结构，期望通过再贷款操作来引导短中期市场利率走向。

再贷款创新对货币政策传导的影响

央行再贷款工具的创新、抵押品范围的扩充会极大地改变货币政策的传导渠道。在货币经济学中，不同的理论对货币政策传导机制有不同的理解。货币主义就认为从货币政策的调整到最终目标变动之间，就是一个“黑箱”。凯恩斯主义者则十分强调利率在货币政策传导中的核心作用。货币政策无论是对投资支出、消费支出还是净出口的影响，都要通过利率水平的变动而发挥作用。至于利率变动到最终需求变动之间，则又衍生出了许许多多的理论解释，例如，财富效应、信息不对称及金融加速器机制等。根据以往的货币政策理论，货币政策属于总需求调控工具，从总需求到结构变动，则由不同行业、企业借款者，基于资本的边际产出与银行利率之间的比较而完成。由此，货币政策虽被视为国家干预的工具之一，但货币政策在促进经济总量均衡的具体实现过程中，则仍主要依赖于市场机制。在充分信息的市场环境中，货币政策影响利率总水平，利率的变化不仅能够实现总量均衡，也能够实现结构均衡。

然而，数十年的货币政策实践发现，即便政府不断地利用货币政策干预经济，但经济的周期波动并没有因此而减少，结构失衡也总是伴随着货币政策松紧的变化而发展甚至恶化，完全依靠利率机制，并不能保证资源被引导到政府所期望的行业和领域中去，也不足以保证经济的结构均衡。中国被广为诟病的“货币一放松，资金就流向股市或房地产”、“资金脱实就虚”之说，就证明了传统的货币政策传导机制中，存

在明显的“市场失灵”。正因为过去着眼于总量的货币政策在实践中遇到了这样那样的结构性麻烦，2008年美国次贷危机以来，全球主要国家中央银行在货币政策实践中，就不再单纯依靠总量货币政策和传统传导机制，而采取更加灵活的、总量与结构并举的货币政策操作方式。中国再贷款工具的创新、扩充再贷款抵押品，就是着眼于货币政策传导机制的缺陷而采取的大胆、有益的尝试。

在一定程度上，再贷款工具的创新、合格抵押品范围的扩大，缩短了货币政策向实体经济传导的链条，改变了传统的货币政策传导机制。具体地说，央行再贷款抵押品范围的扩大，对货币政策的传导机制的影响主要表现在以下几个方面：

第一，不仅保留了货币政策传统的总量调控功能，也使它具有了结构调整的功能，因而缩短了货币政策的传导渠道。传统的货币政策传导是由央行调整货币总量而影响利率，再经由利率来影响总需求与经济结构的。央行扩大抵押品的范围，依然会影响社会资金总量供给，进而影响利率总水平。同时，央行通过调整再贷款的抵押品范围，提高了被纳入抵押品范围的资产的流动性。这会降低其利率中的流动性溢价，降低其利息成本，同时也会使其更受金融机构的青睐，更多金融资源被配置到抵押品的领域中去。比如，央行将地方政府债券纳入再贷款抵押品的范围，就提高了地方政府债券对机构投资者的可接受性；央行将金融机构的小微企业信贷资产纳入再贷款抵押品范围，就会提高金融机构发放小微贷款的积极性，提高中小企业融资可得性。

第二，它不仅会改变流动性的总量结构，也会改变市场的流动性结构，从而影响市场利率结构。被纳入央行合格抵押品的金融资产，其流动性会相应提高。2014年，中债登将低品质债券调出质押库，结果造成了债券市场较为激烈的反应，根本原因就在于，这极大地降低了被调出质押品范围的债券的流动性，其流动性风险溢价有所上升。反之，一种资产被纳入央行再贷款抵押品范围，则提高了其流动性，使其利率中所

包含的流动性溢价有所下降。因此，央行调整再贷款抵押品的范围，会对市场利率结构产生一定的影响。例如，央行将地方政府债券纳入再贷款抵押品后，地方政府债券的利率就出现了一定程度的下降，降低了地方政府债务的利息负担。

因此，第三，不断细化的再贷款工具和抵押品范围的扩大，使得央行的货币政策可以更好地发挥定向调控功能，减少对总量货币调控的依赖。2014年以来，政府就一直不断强调定向调控。2014年的中央经济工作会议、2015年李克强总理的《政府工作报告》和后来的中央政治局会议都强调要“更加注重定向调控”，就表明政府认识到了传统货币政策手段及传导机制存在的不足，因此，希望通过“定向调控”的方式，直接减少货币政策传导的环节和链条，使货币政策更直接地发挥政府所期望的作用。央行定向调控的手段多种多样，例如，定向降准、过去的定向央行票据都属于定向调控的手段。实际上，相对于定向降准和过去的定向央行票据，如今的再贷款在央行的定向调控中更加灵活、针对性也更强。

在此，我们还需要强调的是，尽管央行贷款功能的扩展和抵押品范围的调整，使得货币政策的传导更直接，也可以影响市场利率总水平与结构，但是，无论是流动性管理功能、结构调整还是引导市场利率结构变化，单单有央行贷款是不够的。央行贷款要更有效地发挥流动性管理功能、引导利率总水平和利率结构，就需要协调央行贷款与公开市场的使用。尤其是，货币政策要更好地引导利率走势和利率（期限）结构，重点在于进一步完善中国的公开市场操作，尤其是搭配不同期限的国债甚至金融债券的现券操作，通过改变债券市场需求结构来引导市场利率期限结构。另外，在全球主要央行日益强调前瞻性指引的时候，应进一步提高我国央行贷款操作的透明度，提升央行贷款操作在公众预期管理中的作用；央行贷款作为流动性管理，应当更多的是为陷入困境的金融机构提供紧急流动性援助，以防止市场流动性因个别金融机构的困境而枯竭。

专论信贷资产质押再贷款

2015年10月10日，央行宣布，在前期山东、广东开展信贷资产质押再贷款试点形成可复制经验的基础上，决定在上海、天津、辽宁、江苏、湖北、四川、陕西、北京、重庆等9省（市）推广试点。试点地区人民银行分支机构对辖区内地方法人金融机构的部分贷款企业进行央行内部评级，将符合标准的信贷资产纳入再贷款可接受的合格抵押品范围。一石激起千层浪，甚至有好事者高呼，此举是“推出7万亿元中国版量化宽松”。为此，我们有必要对央行扩大信贷资产质押再贷款做一个较全面的分析。

为何要推出和扩大信贷资产质押再贷款？

央行为什么要推出并扩大信贷资产质押再贷款呢？这其中的原因是多方面的。首先，中国国际资本流出的新格局使得中国货币供给的渠道发生了逆转，央行需要新的手段来维护金融体系的总体流动性。其次，总量货币政策在实践中的困境，迫使政府不得不采取多种措施进行定向调控，信贷资产质押再贷款便是定向调控的重要手段。

进入新世纪之后的十余年时间里，外汇占款几乎成为中国扩张基础货币的唯一渠道。但是，2014年下半年以来，随着中国国际资本流动出现新的趋势，央行持有的外汇占款持续下降，直接导致了宏观流动性减少。在中国经济进入“新常态”、面临“三期叠加”之际，该如何应对外汇占款下降对货币政策带来的挑战，更好地实施货币政策，提高货币政策的效果，一直是我们在宏观调控中需要解决的问题。

从理论上说，央行可以有多种手段来应对外汇占款的下降。如降低法定存款准备金、通过公开市场购买国债等。2004年之后，随着中国国际收支双顺差格局的持续，央行外汇占款大量增加，乃至国外资产占央行总资产的比重一度达到84%左右。为了应对外汇占款带来的流动性扩

张，央行先是发行央票、继而以提高法定存款准备金比率来“深度”冻结流动性，结果，使中国的法定存款准备金比率达到了超过20%的奇高水平。正如过去外汇占款增加迫使央行持续提高法定存款准备金率一样，如今外汇占款下降也为持续降准创造了条件。我国法定存款准备金率仍然偏高，有很大的下调空间，将法定存款准备金比率降至合理水平，是未来中国货币政策的基本趋势。2014年以来，政府通过定向与全面降准的组合，较为有效地保障了金融体系的总体流动性。在公开市场操作方面，虽然国外央行对政府债权占很大比重，这可以将基础货币的供给建立在国债基础上，也可以更好地进行公开市场操作，但前提是有广度、深度、弹性的国债市场。中国的问题恰恰在于，无论是国债的规模还是品种，都仍难以担当起央行大规模公开市场操作的责任。在中国的公开市场操作实践中，央行并没有通过大规模购买政府债券来供给流动性。即便面临外汇占款持续大幅下降，体现在中央银行资产负债表资产方的“对政府债权”也没有任何增加。

更何况，无论是降准还是公开市场购买，都只是向金融体系释放或注入了流动性。至于金融机构获得额外的流动性，是否会真的用于支持实体经济，那就并不是它们所能解决的了。“你可以把马牵到水边，但你不能强迫它喝水”，虽然降准和增加公开市场购买本意都在于鼓励金融机构加大对实体经济的支持，但金融机构的放贷行为又以短期利润最大化为目标，结果，大量信贷资源被配置到了政府所不希望的领域中去。所以，中国的货币政策总是受到“钱都流到股市和房市去了”的诟病。为了更好地对信贷投向进行“精准”调控和应对外汇占款下降所造成的流动性收缩压力，2013年开始，央行便开始创新货币政策工具，不断丰富货币政策工具箱。于是，各种各样的再贷款工具便应运而生了，如：常备借贷便利、中期借贷便利、补充抵押贷款、支小再贷款、支农再贷款等工具。

上述再贷款均需要一定质押，且质押资产多为国债、央行票据、政策性金融债、高等级信用债等优质债券。我国金融市场仍是以银行为主

导的，优质债券相对信贷资产仍显不足，且多集中于大型金融机构，中小金融机构缺乏。因此，为进一步提供流动性，盘活存量资产，更好地支持中小金融机构，央行于2014年在广东和山东开始试点信贷资产质押再贷款。央行在2014年第四季度《中国货币政策执行报告》中指出："为保障央行债权安全，防范金融机构道德风险，解决中小金融机构合格抵押品相对不足的问题，……将经人民银行内部评级的金融机构优质信贷资产纳入央行合格抵押品范围，完善中央银行抵押品管理框架。"在总结前期试点的经验基础上，央行根据完善货币调控机制、丰富货币调控工具的要求，决定扩大试点范围，无疑是对货币政策不拘一格的有益尝试和探索。

信贷资产质押再贷款有何影响？

作为一种新的货币政策工具，信贷资产质押再贷款的引入，无疑会产生一系列影响。

首先，信贷资产质押再贷款是否是中国版量化宽松并导致流动性急剧扩张？就在央行宣布扩大信贷资产质押再贷款的当天，对于信贷资产质押再贷款，部分媒体言之凿凿地称，它将释放"7万亿"的流动性，是中国版的量化宽松政策。其实不然。量化宽松是在名义利率接近零水平时，利率降无可降的情况下，央行事先宣布，通过既定的频率购买既定量的某些有价证券，并以此向市场提供流动性的非传统货币政策操作。由此可见，量化宽松政策的主动方在央行，大规模资产购置计划，是一种非常时期的危机应对方法。信贷资产质押再贷款是我国央行为适应新的经济形势，扩大抵押品范围，丰富再贷款的工具，其主动权较大程度上在金融机构。中国的利率既未接近于零，央行也没有事先宣布提供若干量的信贷资产质押再贷款，同量化宽松政策有根本不同。可见，所谓"7万亿量化宽松"之说，在逻辑上显得过分简单。当然，在理论上，信贷资产质押再贷款具有信用乘数效应，通过循环信贷资产质押再贷款，央行可以向金融机构提供无限量的基础货币。作为以"币值稳定"为

己任的央行，自然不会放任信贷资产质押再贷款无限量地扩张，但在当前经济依然存在下行趋势的宏观环境中，扩大信贷资产质押再贷款，无疑宣示了央行维护宽松货币环境的政策姿态十分坚定。

其次，信贷资产质押再贷款对再贷款的功能有何影响？再贷款通常是央行发挥最后贷款人职能，向陷入流动性困境的金融机构提供流动性支持的工具。在我国外汇资产下降的情况下，信贷资产质押再贷款是央行调整资产负债表结构，在资产方增加存款性公司债权，提供中期流动性的有效工具，有助于缓解金融机构尤其是中小金融机构的流动性紧张状况。信贷资产质押再贷款在提供总量流动性的同时，还可以调整流动性和信贷结构。信贷资产质押再贷款更有利于缺少优质抵押品的中小金融机构，向其提供流动性支持，盘活其信贷资产，以较高的折扣率为小微、“三农”提供再贷款，也能激发商业银行向小微企业、“三农”贷款的积极性，这使得人民银行不仅能总量调控，还能定向调控，把必要的信贷资产引导到国民经济的薄弱环节中去。

第三，在央行取消了存贷款上下限管制的市场化环境中，信贷资产质押再贷款是否有利于央行的利率管理和疏通货币政策传导机制？利率市场化意味着央行不再设定金融机构的存贷款利率水平，那么，央行该如何影响利率总水平呢？由于央行货币调控通常只以某种指标利率为目标，而利率结构的变动又非常复杂，其他中长期利率的变动又常与央行指标利率变动不一致，这时就需要央行寻求更有效的利率总水平及其结构变动的调控手段。2015年10月23日，央行在放开存款利率上限管理后的沟通中，就表示，存贷款利率市场化后，需要建立央行的利率调控体系。事实上，再贷款便是其中的手段之一。央行可以通过设定不同的再贷款利率，以引导金融机构发放对应的贷款利率，如，央行就试图让中期借贷便利发挥引导中期利率的作用。就信贷资产质押再贷款而言，它规定的折现率标准可以作为商业银行贷款利率的参考。如此一来，央行通过调整信贷资产质押的范围及折现率，就能够在一定程度上影响利率结构与信贷结构。如，央行将信贷资产质押额度更多的投放战略性新兴

产业与小微企业、“三农”领域，也对这些资产质押规定较高的折现率，便会提高上述资产的流动性，使其不仅可以在央行质押再贷款，还可以在市场转让，这便能够降低其流动性溢价，改变利率结构。况且，尽管信贷资产质押再贷款更多是结构性的货币政策工具，但它也具有扩大市场中期流动性供给、增加基础货币供给之效，这仍对市场利率总水平有所影响。

最后，信贷资产质押再贷款对商业银行的资产活动有什么样的影响？应当说，信贷资产质押再贷款是“盘活存量”的调控思路的具体实践。过去，商业银行发放贷款后，一直持有到到期收回本息，这就使得商业银行面临着“借短用长”的期限错配问题。为了提高信贷资产流动性，又开发了贷款转让和信贷资产证券化的交易技术，但这并不能增加总体的宏观流动性。信贷资产质押再贷款则不同，它不仅可以盘活存量信贷资产，提高商业银行信贷资产的流动性和贷款周转率，而且可以创造更多的贷款、更高的信用乘数。在我国取消商业银行的存贷比约束后，那些存款规模较小的商业银行，便有了通过信贷资产质押再贷款扩张贷款的新途径。

信贷资产质押再贷款还应注意哪些问题？

信贷资产质押再贷款作为一种全新的政策工具，对完善和充实货币政策操作体系具有重要作用。但我们认为，在具体实践中，以下几个方面还需要注意。

首先，信贷资产质押再贷款与其他政策工具应协调使用。信贷资产质押再贷款只是货币政策工具的一种，目前仍处于试点阶段，并没有在全国范围内普遍推广，并没有成为常规货币政策工具。在经济增长率仍处于下降之中，尤其是制造业持续萎靡之时，要让信贷资产质押再贷款担当起流动性管理和信贷结构调整的重任，独木难支。它不仅在整个货币政策工具体系中的地位和作用还较弱，就是在再贷款工具中也并不是

最重要的操作手段。为了提高货币调控的有效性，未来需要信贷资产质押再贷款与其他政策工具的协调使用。在面临资本流出和外汇储备下降时，最优的政策选择仍然是逐步将法定存款准备金比率降到合理的水平，在此基础上，协调央行再贷款、公开市场操作和法定存款准备金比率。

其次，避免信贷资产质押再贷款蜕化为对信贷资源配置的行政化干预。信贷资产质押再贷款具有引导信贷投向的功效，央行确定哪些领域的信贷资产可以作为合格抵押品，就会鼓励金融机构向哪些领域积极地配置信贷。结构性政策工具的应用本身反映了市场在信贷资源配置中的固有缺陷，试图通过央行工具来校正信贷结构的不合理。近年来，央行引导信贷投向的再贷款工具五花八门。支农再贷款、支小再贷款都对再贷款资金的最终使用有明确指向。央行在扩大信贷资产质押再贷款的声明中明确表示：它“有助于解决地方法人金融机构合格抵押品相对不足的问题，引导其扩大‘三农’、小微企业信贷投放”。这一表述包含了两层意思：获得信贷资产质押再贷款的主体是地方法人金融机构，而不是所有金融机构；目的在于引导它们增加对“三农”和小微企业贷款。毫无疑问，“三农”和小微企业是我国经济的薄弱环节，融资难一直困扰着它们的发展，通过各种手段增加对它们的融资支持，也使货币政策多了几分人文关怀。但市场效率与公平是一对矛盾，在通过信贷资产质押再贷款鼓励地方金融机构增加对“三农”和小微企业贷款时，不应当以央行的判断取代市场化的金融机构的分散判断，从而使它演变成另一种形式的直接信用调控工具，与市场化改革的大方向背道而驰。

最后，避免信贷资产质押再贷款演变成商业银行低品质信贷资产向央行转移的过程，使央行成为不良贷款的最终承受者。与国债、央行票据、地方政府债券及公司债相比，信贷资产不是标准化的资产，使得信贷资产质押再贷款在管理上存在更多的困难。商业银行与借款人、央行与商业银行之间都存在信息不对称问题，面临逆向选择和道德风险，且央行要面对众多商业银行纷繁复杂的信贷资产，商业银行自身都难以对

借款者的资信状况做出准确、全面的客观评价，更何况央行又没有足够的人力去对潜在被质押信贷资产的借款者进行细致的评估。如果控制不当，信贷资产质押再贷款可能演变成某些商业银行潜在低品质信贷资产向央行转移的过程，也就是说，把信贷资产的风险转移给央行。

其他国家央行对金融机构的合格抵押品贷款是值得借鉴的。各主要发达国家普遍采用抵押折扣作为抵押品风险管理的主要手段，即金融机构获得的再贷款额度实际上要低于抵押品的面值，即具有一定的“超额担保”而实现信用增级。折扣率反映了抵押资产的风险状况，央行按照抵押品剩余期限、利率结构、流动性类别或评级等标准通过风险计价方法来计算折扣率。在市场状况恶化时，央行还会追加抵押品要求。此外，国外央行还通过建立抵押品池要求交易对手预先存放抵押品或预先备案抵押品，以提高效率。这些都是中国在实施信贷资产质押再贷款时可以充分考虑的。由于信贷资产质押再贷款会对金融机构产生明显的激励效应，一个不利的后果可能是，商业银行可能放松相应的信贷标准，通过质押的方式将其转移给央行。为了避免发生此类道德风险，可以建立相应的惩治机制和正向激励机制。

下篇 开放视角

第11章 人民币汇率新机制

本章导读

市场化的人民币汇率形成新机制，既是经济整体市场化的必要组成部分，也是提升国际货币与金融治理中国影响力的必要途径。2015年中间汇率机制的调整，是2015年改革的继续和深化，改革是央行放权于市场、顺应经济整体市场化改革的潮流，也为资本账户进一步开放和人民币国际化创造了更好的条件；人民币汇率改革不仅是中国金融市场化改革的既定方向，不单是中国金融发展自身的需要，也是国际货币与金融治理机制重建的需要。此次汇率改革的副产品——人民币汇率水平的调整，则是央行旨在通过汇率机制来稳定外需、“内外兼修”地“稳增长”，是“降准降息”适度宽松货币政策的延伸，表明央行更注重利用利率和汇率两种价格手段来实现经济的内外均衡，汇率水平的变化仍属于主动型的汇率调整，是外生性货币政策的一部分。

汇率改革应当不会造成人民币的趋势性的过度贬值，虽然在美国加息预期不断升温的背景下，它可能在短期内加剧中国资本外流，但央行仍可能通过更加市场化的手段来干预和稳定汇率。通过国际比较发现，在有的情况下，汇率贬值伴随着国内资产市场大幅下跌、利率攀升，但有些国家在汇率贬值过程中，利率不断下降、资产价格上扬。由于人民币贬值属策略性的主动贬值，经济企稳使系统性风险溢价下降，决定了人民币汇率贬值不太可能对国内资产市场和利率造成太大的冲击。但汇率贬值会提高作为中间投入品的进口品价格，减缓PPI下降的幅度，并最终传导到CPI上来，是故，它可能推动中国CPI出现一定幅度的上升。总的来看，本币汇率波动与国内金融市场之间并无稳定的正相关或负相关关系，这要取决于汇率波动的原因和性质。内生性的汇率贬值往往会

伴随国内金融市场的大幅下挫，而外生性的汇率贬值则可能伴随国内金融市场趋于缓和。

经济进入新常态要求汇率机制的更加市场化，人民币汇率也出现了以往所不具有的特点。为了增强人民币兑美元汇率中间价的市场化程度和基准性，央行于2015年8月11日调整了人民币汇率中间价报价形成方式。此次改革后，做市商向中国外汇交易中心提供中间报价时，主要考虑上一日银行间外汇市场收盘汇率、外汇供求和国际主要货币汇率变化等三个因素。此次汇率机制的变化，直接导致人民币兑美元汇率连续两个交易日下跌1000余个基点，人民币兑欧元、英镑、加元等也出现不同程度的贬值。不仅如此，那些出口对中国市场依赖较大的国家，如澳大利亚、新西兰等国货币也因人民币贬值而风声鹤唳，国际外汇市场一时笼罩在一派悲观情绪之中，乃至有人说，中国也加入了“货币战争”。在这样的背景之下，有必要对人民币汇率新机制做单独分析。实际上，我们认为，人民币汇率改革不仅是中国金融市场化改革的既定方向，不单是中国金融发展自身的需要，也是国际货币与金融治理机制重建的需要。

放权于市场的汇率机制改革(注)

开放的市场经济中，配置金融资源的基本价格机制就是利率和汇率。它们要能够在资源配置中发挥决定性作用，就需要能够对经济环境变化做出及时、充分反应的市场化形成机制。实际上，改革开放以来，中国的汇率机制经历了若干次变化、调整和改革，每一次改革都伴随着人民币汇率水平的较大变化。1994年中国开始实行有管理的浮动汇率制，这次改革就导致人民币汇率较大幅度地贬值，汇率灵活性也有所增强。亚洲金融危机的冲击使中国周边一些国家的货币出现了竞争性贬值，尽管那时中国面临经济增长率持续下降、通货紧缩和资本外逃的压力，但为了避免引起外汇市场更大的混乱，中国承担起了维护国际金融

市场稳定的职责，采取了盯住美元的权宜之计，乃至在随后8年左右的时间里，人民币兑美元汇率一直稳定在8.27左右的水平。

盯住单一美元的汇率政策使人民币汇率不能反映中国经济基本面，以及中国经济在国际经济、贸易体系中地位的深刻变化，国际上对人民币升值的呼声甚高。作为发展中国家，中国第一次面临人民币升值的国际压力。为了适应经济市场化的要求，建立更灵活的汇率机制，中国于2005年7月对汇率机制做重大改革，放弃了盯住单一美元的制度，改为实施以市场供求为基础、参考一篮子货币的汇率形成机制；同时，人民币兑美元的汇率浮动区间由原来的3‰调整为5‰。市场供求开始在人民币汇率中发挥一定的作用。那次改革的当日，人民币兑美元汇率就跃升2%，从而开启了人民币单边升值之旅。在那次改革之后，央行又陆续数次扩大人民币汇率波动区间。2012年4月，人民币兑美元汇率浮动区间由5‰扩大到1%；2014年3月，又由1%扩大到了2%。总之，经过历次汇率改革和浮动区间的调整，市场先生在人民币汇率形成中的话语权越来越强。

需要注意的是，所谓浮动区间，是指人民币兑美元的成交汇率在当天确定的中间价的基础上的浮动区间，因此，中间价实际上成了当天人民币汇率浮动的基准。这就决定了，中间价在人民币汇率的形成中具有决定性影响。这样，中间价的形成方式，就对人民币汇率具有重要影响了。实际上，自2005年以后，央行就是通过控制或调控中间价来调控人民币汇率的。正是央行控制着汇率的中间价，汇改后的十年里，人民币汇率仍只具有弱型市场化的特征，市场机制并不在人民币汇率形成中起决定性作用，乃至于美国人还时不时威胁要将中国列为“汇率操纵国”。

尽管如此，人民币汇率机制越来越灵活也是不争的事实，双向波动的特征越来越强，人民币汇率出现“跌停”甚至连续“跌停”，并不少见。例如，在2014年第四季度，国际原油价格暴跌引起的俄罗斯卢布危机，也曾引发了新兴市场货币的集体动荡，人民币也出现了连续跌停的现

象，乃至市场再次担心，人民币会跟随其他新兴市场货币而集体大幅贬值。但是，在经过短期浮躁后，人民币汇率重归平静。其中的原因之一就在于，央行在极大程度上影响着中间价，使得人民币汇率并不能形成趋势性的贬值。这实际上降低了人民币汇率应有的市场化程度。这一机制实际上仍然左右着2015年的人民币汇率动态。是故，2015年8月的汇率改革之前，在美国加息预期不断升温、美元对主要货币明显升值、国内经济依然存在“较大下行压力”的背景下，人民币汇率却十分坚挺，4月初至8月初，人民币汇率几乎没有什么变化（图11.1），似乎又重新被盯住了美元。

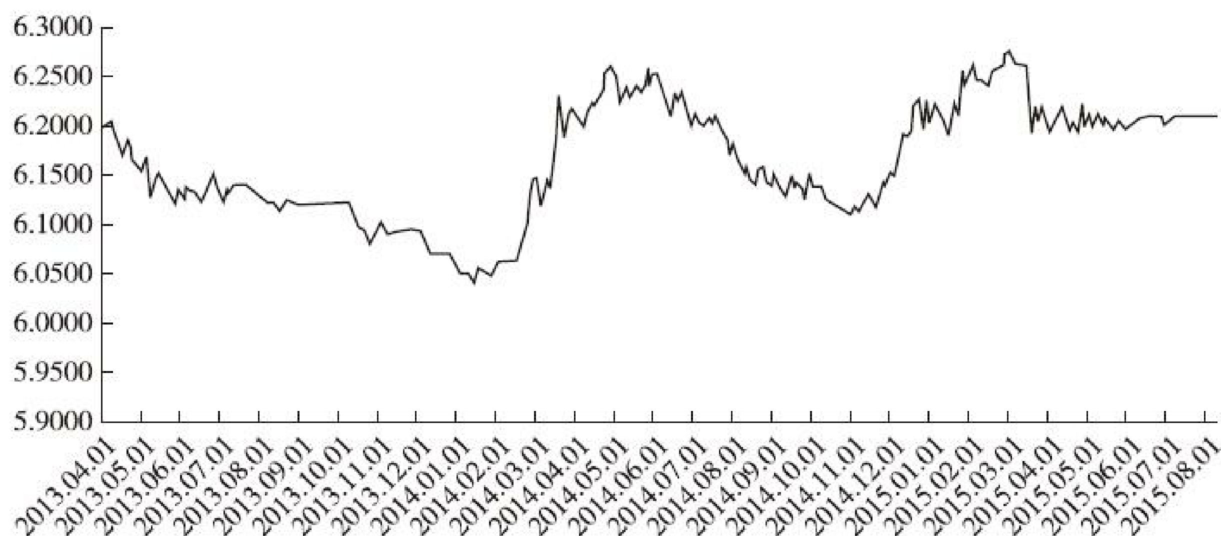


图11.1 人民币兑美元汇率（2013/04/01—2015/08/10）

资料来源：Wind，第一创业证券

可见，在这段时间里，市场机制在人民币汇率的形成中所起的作用比较微弱。在中国经济已深度融入全球化的今天，这样的汇率机制显然是中国不希望的，它不仅不符合中国市场化改革的总体要求，也不符合中国在全球金融与国际货币体系中的利益。早在数年前，央行就曾表示：“完善人民币汇率形成机制改革，是建立和完善社会主义市场经济体制、充分发挥市场在资源配置中的基础性作用的内在要求。”那么，该如何进一步推进人民币汇率机制的市场化呢？此前，坊间将眼光集中

在了汇率的浮动区间上，如推测央行会将人民币兑美元的浮动区间由2%扩大到3%。毫无疑问，扩大浮动区间会让市场在人民币汇率形成中发挥更大的作用。但正如前文所述，浮动区间只决定了人民币汇率在一个交易日中波动的上下限，真正决定人民币汇率在一段较长时间变动的技术性因素，恰恰取决于人民币中间价。因此，中间价的形成机制没有高度市场化，就很难说人民币汇率是高度市场化的。

这样看来，2015年8月的人民币汇率调整重在机制的改革，这是其首要目的。中国现行的汇率制度形成于2005年7月的汇改。那次汇率改革放弃了盯住单一美元的制度，改为以市场供求为基础、参考一篮子货币。同时，央行牢牢地控制着人民币汇率的中间价，这样，央行通过中间价在很大程度上直接决定汇率的走势。那次汇改后的十年实践中，央行中间价对人民币汇率一度发挥过决定性作用，乃至坊间将人民币汇率戏称为“遛狗汇率”。虽然人民币日间汇率波动性增强，双向波动的特征越来越强，有时甚至连续出现“跌停”，但央行控制中间价，人民币汇率实际上难以形成趋势性的贬值，有时甚至与全球绝大多数国家的汇率贬值格格不入。例如，2015年前8个月，在美国加息预期不断升温、美元对主要货币升值的背景下，人民币汇率却十分坚挺；4月初至8月初，人民币汇率几乎没有什么变化，它对变化着的宏观经济反应近乎“木讷”。在这段时间里，市场机制在人民币汇率的形成中所起的作用比较微弱。显然，央行2015年8月调整人民币中间价的形成机制，虽然出乎市场意料，但无疑更抓住了中国汇率机制改革的要旨，意味着央行将中间价的决定权真正交给了市场。由于外汇做市商所报中间价，基本决定于前一交易日的收盘汇率，而收盘汇率恰恰是由当天外汇市场供求所决定的。由此可见，此次汇率机制的调整，是一定程度上“以市场供求为基础的汇率机制”的名至实归。质言之，此次汇率机制的调整，只不过是顺应了中国市场化的潮流而已。

当然，此次汇率改革的深意，绝不仅仅局限于汇率本身。除了让市场在汇率形成中发挥更大的作用外，央行还旨在通过汇率改革为资本账

户的进一步开放和人民币国际化的深化做准备。汇率机制的改革增强了人民币汇率的弹性，使人民币汇率能够更好地反映国内外经济基本面的相对变化，汇率机制将在实现外部平衡方面发挥更大的作用，这是不容置疑的。除此之外，这个时候的汇率机制改革也是在配合中国资本账户的进一步开放，使中国在贸易深度融入全球体系之后，让中国金融体系也更全面、深入地融入全球金融体系之中。资本账户开放同样是中国经济市场化、国际化的要求。应当说，中国在资本账户开放方面已然取得了重大进展，资本流入和流出的双向流动已成为中国国际资本流动的常态。但为了控制资本账户开放可能带来的风险，中国对资本账户的开放一直是非常谨慎的。在已有的开放领域，许多方面仍然实行额度控制或其他一些过渡性安排。例如，QFII（合格境外机构投资者）、QDII（合格境内机构投资者）和沪港通等。这些安排使得中国金融体系和资本市场难以在资本的全球化配置中发挥更大的作用。因此，人民币汇率机制的改革增强了人民币汇率的弹性，使人民币汇率能够更好地反映中国经济基本面，并且使汇率机制在实现外部平衡方面发挥更大的作用。若汇率机制不灵活，在资本账户开放的情况下，国际资本流动就会使本币汇率面临严重的高估或低估问题，这反而会加大本币汇率动荡的风险。在资本账户全面开放之前，更加灵活的汇率机制是一个必要的先决条件。

进一步地，资本账户开放又是让本币在国际贸易、资本流动和价值储藏中发挥更大作用的条件，人民币汇率市场化和资本账户开放又是在为人民币国际化铺路。迄今为止，人民币国际化已取得了重要进展，人民币已成为全球第五大计价和结算货币。在中国的一些邻国，人民币甚至在一定范围内与当地货币同时流通。但是，其一，人民币国际化的目标并不只是让它在一定范围内成为国际经济交易的媒介、计值和结算货币，而是要让它全面地担当起媒介、计价支付、结算和价值贮藏的所有功能。没有资本账户的开放，就难以让本币在国际贸易、资本流动和价值储藏中发挥更大作用。2015年7月，中国已将境外央行、国际金融组织和主权财富基金投资于银行间债券市场实行备案制，也不受额度控制，标志着央行在推进人民币国际化方面，从计价结算货币迈向了储备

货币。人民币走向国际储备货币，不仅是中国金融体系更深地融入全球化的需要，更是改革国际货币体系的全球战略的需要，是故，人民币汇率机制改革，是重建国际货币治理新机制的重要一环。

因此，我认为，相对于汇率水平的调整，汇率改革重在机制的调整。若不立足于此，就难免一叶障目。央行在经济依然可能下行的背景下，大胆地将中间价形成的主动权交给了外汇做市商，放权于市场，不仅表明，央行相信人民币汇率不会持续性地过度贬值，而且也表明，央行认为它有能力以市场手段消弭市场对人民币的任何不安情绪，避免人民币汇率长时间出人意料地大幅波动。

机制调整的副产品：汇率水平的大变化

中国历次人民币汇率机制的改革都会伴随人民币汇率的重大变化。2015年中间价形成机制的改革也不例外。回顾过去，2005年7月份的人民币汇率机制改革，不仅让人民币兑美元一次性出现了2%的跳跃性升值，而且开启了人民币的单边升值之旅。在各种有利的宏观环境中，这次人民币汇率机制改革及人民币的升值预期，带来了国内资产市场狂欢式的繁荣。不过，2015年汇率改革后带来的人民币汇率水平变化，与十年前的汇率改革是相反的，它直接带来了一度让市场不安的副产品：人民币连续两个交易日超过1000个基点的贬值，给外汇市场带来了较大的短期心理影响。

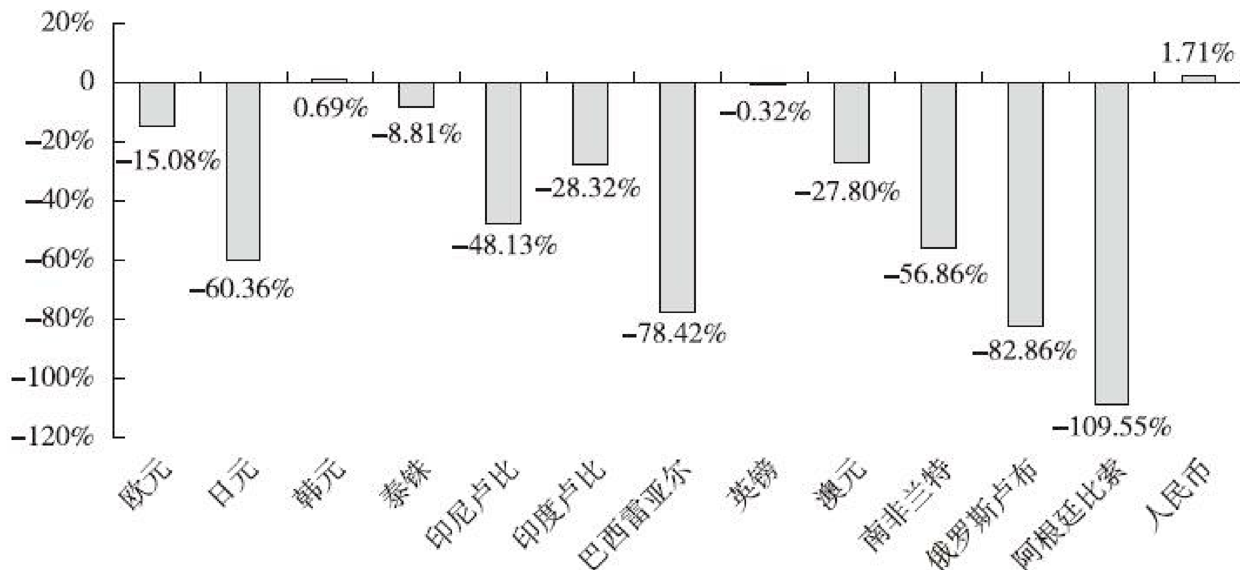


图11.2 主要货币兑美元汇率变化（2012/1/31—2015/6/30）

资料来源：Wind，第一创业证券

不过，在我们看来，实际上，此次汇改后汇率水平的调整，是对前期汇率压抑的快速释放。2014年以来，政府通过有力度的积极财政政策和宽松货币政策，总量放松与定向调控相结合的诸多稳增长措施，收到了一定的积极成效。但中国经济增长率持续低位运行，主要出口国经济疲弱，出口增长率持续下降。弱外需又打击了中国出口导向型的制造业，使得中国工业增加值持续下降。同时，美国加息和美元升值预期增强，全球许多国家货币对美元出现了明显贬值。如图11.2所示，2012年至2015年6月末，阿根廷比索贬值109.55%、俄罗斯卢布贬值82.86%、巴西雷亚尔贬值78.42%、南非兰特贬值56.86%、印度卢比贬值28.32%、日元贬值60.36%、欧元贬值15.08%。在全球主要货币兑美元大幅贬值、中国经济下行周期中，人民币兑美元不仅没有贬值，反而在同期升值了1.71%。这直接导致人民币兑许多货币在同期也出现大幅升值。如图11.3所示，人民币兑欧元升值16.45%、兑日元升值38.73%、兑澳元升值29.15%、兑新西兰元升值18.57%；人民币对金砖五国中的印度和南非的货币的升值幅度都超过了50%，对巴西雷亚尔和俄罗斯卢布的升值幅度

则超过80%。

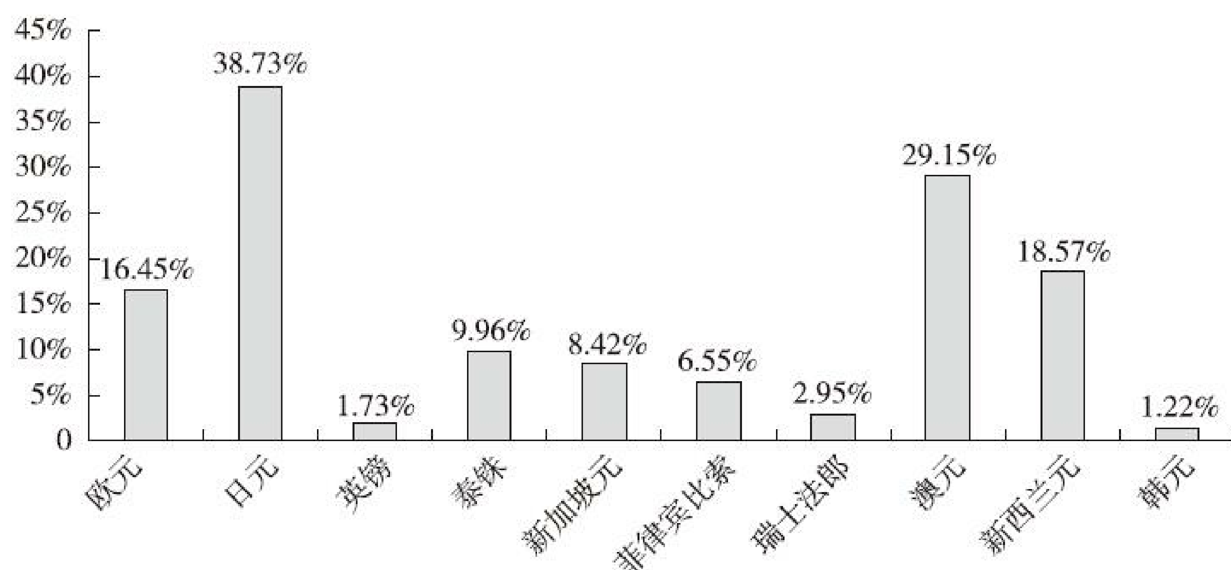


图11.3 人民币兑一些货币汇率的升值幅度（2012/12/31—2015/6/30）

资料来源：Wind，第一创业证券

在这样的国际货币环境中，人民币汇率坚挺对中国“稳增长”造成了不利的影响。就在汇率调整的当天，央行表示：“我国已高度融入全球经济，近期新兴市场货币对美元普遍有所贬值，而人民币保持坚挺，这给我国出口带来了一定压力。”由此可见，2015年8月人民币汇率的调整，也是央行试图通过汇率机制来稳定外需，通过“内外兼修”的方式实现“稳增长”，它是“降准降息”适度宽松货币政策在对外均衡上的延伸，表明中国货币政策既比以往更注重内外均衡，也更注重在国际汇率博弈中把握自己的主动权。因此，汇率水平的调整，则是在美元升息预期导致新兴经济体货币集体贬值的背景下的主动调整，是让人民币汇率与当时国际汇率和国内经济环境相称的理性选择。

问题是，人民币汇率是否会出现趋势性大幅贬值？或者，为什么央行敢于在此时放权于市场，它就不担心人民币汇率出现大幅度地或失控性地贬值？此前，我们在“卢布危机难撼人民币”一文中曾经指出，人民币并不具有长期持续性大幅贬值的基础。在人民币汇率机制改革导致汇

率水平明显变化之时，我们仍然坚持这样的判断。

首先，汇率改革后的人民币贬值不是因为中国经济基本面的恶化所致。事实上，在政府大力“稳增长”的政策影响下，一些宏观经济指标都有所好转。同时，政府采取了多项措施来化解包括地方政府债务在内的金融风险，守住不发生系统性金融风险的底线。根据国家金融发展与改革实验室发布的国家资产负债表的研究，中国具有庞大的主权资产，足以覆盖主权负债，不太可能发生系统性的金融风险。根据央行的表述，2015年人民币贬值不过是在许多新兴经济体货币大幅贬值、而人民币依然坚挺伤及中国出口的背景下的“自保”式贬值。

其次，中国正在实施的人民币国际化战略，不允许人民币出现急剧贬值。中国的战略机遇期之一，就是在2008年美国次贷危机后，改变以美元为主导的单一国际储备货币体系已基本成为共识。在这种背景下，从现有国际货币体系的外围，逐渐推进人民币国际化，不仅是中国的国家战略选择，也是推进国际货币体系多元化的内在要求。2008年美国次贷危机爆发后，由于美元等主要国际结算货币剧烈波动，给国际贸易和投资带来了极大的汇率风险，并且由于中国经济的迅速崛起，中国参与国际贸易的深度和广度都在新千年得到了极大的强化，极大地改变了原有的国际贸易和资本流动的格局。诸多方面的原因综合在一起，使得境内外企业对以人民币进行贸易和投资结算的需求不断上升。在这样的背景之下，中国顺应国际贸易和资本流动的新变化和新要求，不失时机地推进了人民币的国际化进程。

虽然有序推进人民币的国际化取得了积极进展，但它并没有成为多边贸易、投资和资本流动中的计值和结算货币，只有其他国家之间的贸易、投资和资本流动也主动、积极、自觉地以人民币作为价值的尺度、交易的媒介和价值贮藏的手段时，人民币才会成为名副其实的国际货币。显然，在原有的国际货币具有网络外部性优势的时候，人民币要在国际经济舞台上发挥更大的作用和影响力，需要一个漫长的过程。但在

这个过程中，人民币汇率的相对稳定甚至稳中有升，是取得国际贸易者、投资者信任的关键，否则，一旦人民币急剧贬值，已经建立起来的对人民币的信心将丧失殆尽，人民币的国际化进程也将因此而受到极大的挫折。

第三，中国仍然有持续大量的贸易顺差，人民币急剧贬值会进一步增加中美之间的贸易摩擦。2001年中国加入WTO后，极大地为中国产品寻找到了更便利、广阔的市场，因而中国的贸易顺差持续扩张。面对这一局面，自2003年始，以美国为代表的发达国家一直不断地向中国施加人民币升值的压力。在2005年人民币汇率机制改革之前，美国的舒默和格雷厄姆议员就声称，要将中国列为“汇率操纵国”，对中国出口到美国的产品征收27.5%的惩罚性关税。尽管2005年7月中国改革了人民币汇率机制，实施了参考一篮子货币的有管理浮动汇率制，不断扩大了人民币汇率浮动区间，而且人民币汇率累计升值最高达到了36%，已大幅超过当初美国一些政客所要求的升值幅度，但因为中国的贸易顺差是美元主导的国际分工与供给链重组的结果，是全球经济失衡的结果，所以人民币升值也没能根本改变中国作为贸易顺差国的地位，当然也没能改变美国作为贸易逆差国的地位，因而美国对人民币汇率低估的指责并没有因人民币过去的大幅升值而罢休，反而变本加厉。虽然中国一直强调，一国汇率选择属于内政之事，也一直强调汇率改革要遵循“可控性、渐进性、自主性”的原则，但在中国推动建立全面战略伙伴关系的进程中，中国对美国就人民币汇率的政治压力不可能充耳不闻。因此，在新一轮贸易顺差扩张中，无论从经济上还是从大国关系博弈上，都没有大幅贬值的基础。

第四，中国作为负责任的新兴大国，积累了应对汇率贬值压力的丰富经验。中国也勇于担当起维护国际金融体系稳定的重任，并不会因为其他国家或地区的货币大幅贬值、赢得贸易优势而加入竞争性贬值的行列。1997年亚洲金融危机爆发后，面对国内通货紧缩、经济增长乏力、东南亚各国和日韩的货币大幅贬值给中国对外贸易造成的压力，中国也

没有让人民币跟随贬值，反而采取了多种措施稳定了人民币汇率。这对阻止亚洲金融危机的恶化发挥了极其重要的作用，也为中国走出通货紧缩、实现新世纪的高增长和各项金融改革创造了积极条件。有了亚洲金融危机期间应对通货紧缩、外围货币贬值的丰富经验，足以让中国应对俄罗斯及其他新兴经济体的货币贬值考验。

最后，人民币急剧贬值，将给美国金融市场稳定及危机后来之不易的经济复苏带来极为不利的影响，人民币的相对稳定也符合美国自身的利益。一旦人民币出现急剧贬值，中国央行不可能任其贬值，通过卖出外汇而加强对汇率的干预是必然的选择。而中国的外汇储备资产，有相当一部分配置于包括美国国债在内的美国金融资产当中。美国财政部的数据显示，截至2014年10月底，中国大陆持有的美国国债总额为12527亿美元，2016年9月末则下降到了11570亿美元。且不论中国持有的美国其他非政府性金融资产，一旦中国为阻止人民币汇率大跌而抛售美元资产，一定会导致美国相关债券市场的波动，尤其可能引起美国政府债券价格下跌、美国国债利率上升，并由此引起美国其他金融资产收益率上升，提高了美国实体经济的借贷成本，这对仍略显脆弱的美国经济复苏而言，是不希望看到的结果。基于此，人民币汇率急剧贬值，并不符合美国经济复苏与金融市场稳定的自身利益。

因此，尽管人民币汇率的调整旨在让市场供求在汇率形成中发挥更大的作用，但汇率水平的变化仍属于主动型的汇率调整，是货币政策的一部分。这根本不同于亚洲金融危机中泰国、印尼等国的危机性货币贬值，也完全不同于2014年卢布在石油价格冲击下的急剧贬值。再者，虽然中国此次贬值是顺应新兴经济体货币贬值的“潮流”，但与其他新兴经济体不同，中国是全球最大的贸易顺差国，美国对中国的贸易逆差巨大，人民币贬值幅度过大，来自美国的政治压力自然不能忽视，这决定了，人民币贬值也将很不同于其他新兴经济体的货币贬值。因此，央行行长助理张晓慧在汇率调整后的吹风会上表示，从长期看，人民币还是强势货币。这既是信心的表现，也是客观的描述。

汇率水平调整于经济何干？

汇率机制的调整为中国资本账户开放和人民币国际化创造了积极条件，这是一种中长期的影响。然而，汇率水平调整的效果则要快速得多，而且汇率水平的变化往往也具有周期性，美元就有升值周期与贬值周期之说。市场化的汇率每一个周期波动，既是对实体经济和金融体系状态变化的反映，也会反过来成为经济和金融市场均衡的调节器。

首先，人民币汇率水平的调整，既为国内货币政策的调整打开了新的空间，也使得国内货币政策对冲汇率变化给国内金融市场带来的不利影响十分必要。过去，人民币汇率升值导致大量资本流入，使得央行被动地投放了大量基础货币。为了应对外汇占款导致的流动性扩张，央行又被迫提高法定存款准备金比率等措施加以冲销。然而，2014年下半年以来，中国出现了较为明显的持续资本外流，因而央行资产负债表中的国外资产并没有因贸易顺差迭创历史新高而增加。其中一个重要原因，就在于人民币贬值的预期。虽然我们认为，汇率改革不会导致人民币汇率出现持续性的大幅度急剧贬值，但在一定范围内的贬值应是难以避免的，这也符合中国宏观经济的实际。由于人民币贬值的预期难以在短期内消退，有利可图的套利套汇机会总会存在，资本外流仍然是不可避免的，这就会进一步导致央行资产负债表中的国外资产缩减。在此情况下，央行要么在资产方增加对金融机构的债权，要么在负债方减少对金融机构的负债等，以此来平抑资本流出对金融体系流动性的影响。即是说，人民币汇率贬值使得央行增加再贷款或者降低法定存款准备金比率，不仅是必要的，也应当迫在眉睫。

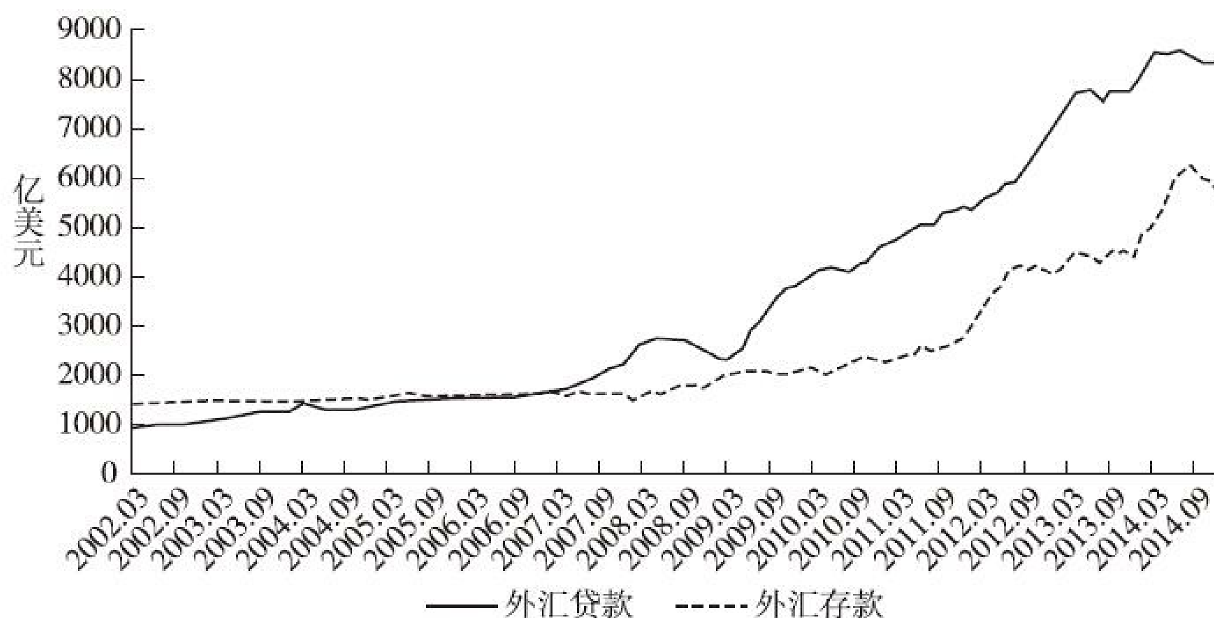


图11.4 金融机构外汇贷款与存款

资料来源：Wind，第一创业证券

其次，汇率水平的变化会给货币错配的机构、企业带来相应的风险。其他姑且不论，我们从中国金融机构信贷收支表可以窥见各个部门的货币错配之端倪。中国金融机构的外汇信贷收支表，自2006年以来就存在明显的贷差（外汇贷款余额大于外汇存款余额），反映了2005年汇率改革之后，在人民币升值预期主导下对外汇负债需求的增加。外汇贷款持续增加，既可能源于出口企业规避人民币升值风险，也可能是一些机构通过加杠杆（外汇负债）来套取人民币升值的收益。但是，我们进一步观察就会发现，居民部门的外汇存款远远高于其外汇贷款，具有外汇存差，而企业部门的外汇贷款远远高于其外汇存差，具有外汇贷差，因此，人民币贬值对企业部门的影响要远大于对居民部门的影响。同时，从中国的资本流动来看，2014年中国已然成为全球最大的FDI输出国，资本账户进一步开放意味着，无论是企业还是居民部门都能够更自由地在本币与外币之间进行资产配置，这就为它们管理汇率风险提出了更高的要求。

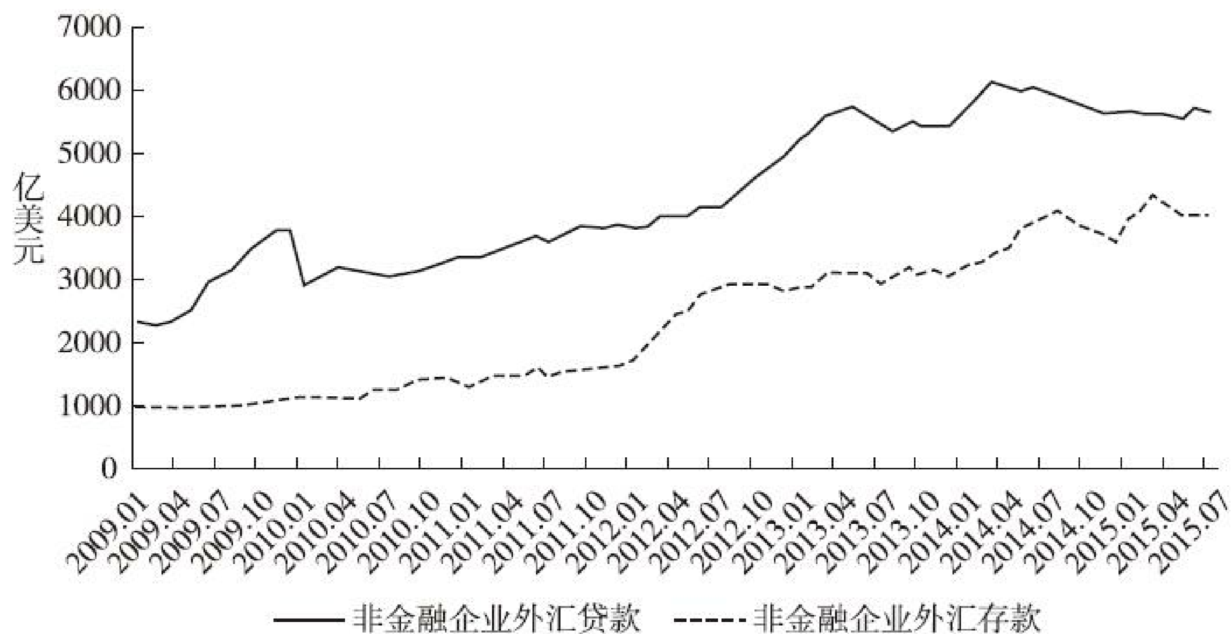


图11.5 非金融企业外汇贷款与存款

资料来源：Wind，第一创业证券

第三，在美国加息预期强化的背景下，央行主动贬值是否会导致资本大规模外逃或资本外流？若预期短期贬值的幅度比较大，导致有利可图的套利套汇机会，资本外流是不可避免的。事实上，在2014年下半年，就因人民币的贬值预期而导致了巨额资本外流，因而央行资产负债表中的国外资产并没有因贸易顺差迭创历史新高而增加。但是，中国现在的资本外流，有些是国家“走出去”战略的一部分，而基于汇率贬值预期而外逃的热钱，相对于我国庞大的外汇储备而言，仍然只是较小的一部分。是故，资本外流使境外投资者对人民币需求减少，并不会对人民币汇率形成根本性的冲击。在结构性减速的宏观经济背景下，央行之所以敢于让做市商在报告中间价时，参考前一日的收盘汇率，恰恰是因为央行相信，这一机制的变化不会导致资本过度外流，从而不会给人民币汇率带来过度贬值的压力；退一步说，即便资本外流（逃）超过了当局原先的预计，央行也相信它自己能够通过市场化的手段来干预和稳定人民币汇率。

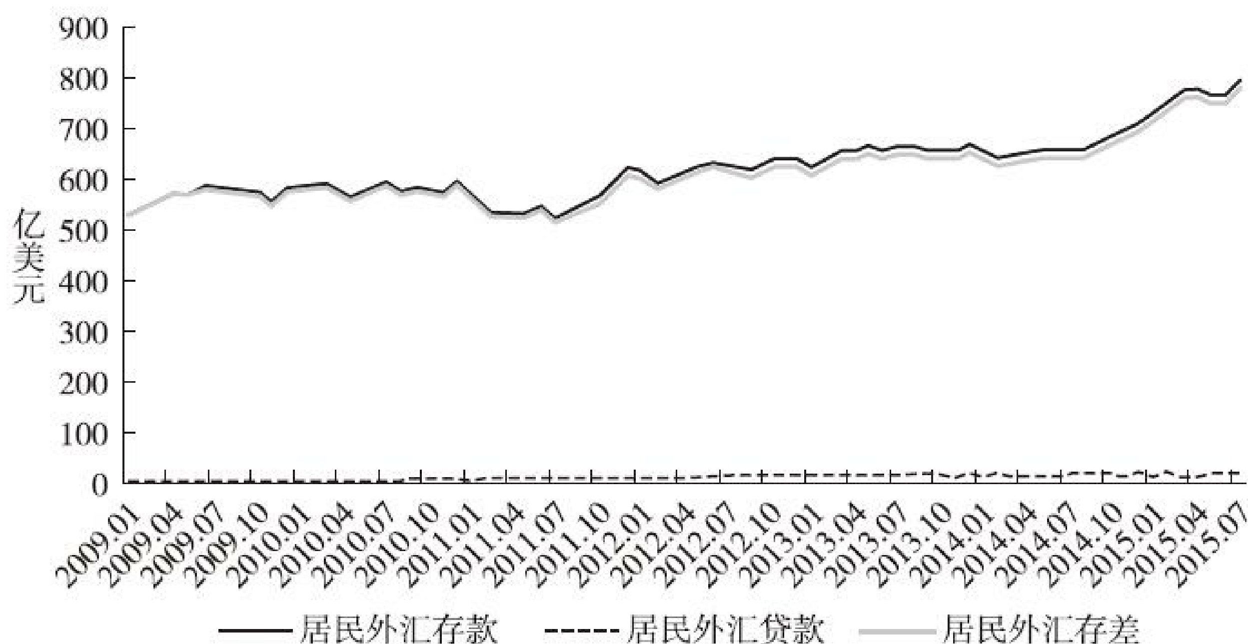


图11.6 居民部门外汇贷款与存款

资料来源：Wind，第一创业证券

第四，人民币汇率调整是否会导致资产市场剧烈动荡？汇率调整是否会导致国内资本市场剧烈动荡，要取决于汇率调整的性质。亚洲金融危机期间，泰国、印尼等国的货币危机式的汇率贬值，导致了国内资本市场大幅下挫、房地产泡沫破灭；2014年俄罗斯卢布的贬值也伴随着俄罗斯股票市场的大幅下跌、利率飙升；次贷危机期间，冰岛的货币危机导致了冰岛股市出现断崖式下跌。这些都是货币危机中，汇率被动大幅贬值导致的国内资本市场动荡的生动例子和深刻教训。

尽管有这样一些因汇率波动而导致国内资本市场重挫的深刻教训，但也有过资本市场因汇率贬值而上升的例子。最近的例子就是，安倍经济政策中日元贬值后，日本股票市场却出现了大幅上扬。2012年11月中旬至2015年8月初，日经指数上涨幅度达136%，同期日元兑美元汇率却出现了约58%的贬值；在过去几年里，尽管受欧洲主权债务危机的影响，欧元兑美元汇率出现了一定程度的贬值，但德国、法国等国的股票

市场反而出现了较大幅度的上涨。这表明，本币贬值并不一定导致本币资产市场应声下跌。这是因为，策略性的汇率贬值不会导致失控的资本外逃，使国内金融市场因汇率贬值而陷于混乱。相反，它提高了国内产品在国际市场上的竞争力，外需增加有利于提高本国经济的增长或缓和经济下行，改善公司的现金流和盈利能力。



图11.7 俄罗斯国债收益率与卢布/美元汇率

资料来源：Wind，第一创业证券

由此可见，汇率贬值是否会导致国内资产市场的剧烈动荡，要取决于汇率贬值的性质。虽然汇率贬值可能会挤出一部分资产泡沫，但若汇率贬值有助于实现经济复苏和稳增长，那么，经济基本面因汇率的适度贬值而有改善，反而有助于资产市场的稳定。2015年中国的汇率贬值是策略性的主动贬值，它具有明显的外生性。就现阶段的中国而言，虽然经济新常态意味着平均经济增长率出现了下降趋势，但短期增长回暖的积极因素正在发挥作用。正因为如此，我们认为，人民币汇率贬值不会导致国内资产市场剧烈动荡，或者它不是国内资产市场动荡的原因。

第五，人民币汇率调整是否会导致市场利率大幅上升？汇率与国内

利率之间确实存在较强的联系。在理论上，利率平价理论强调的是国内外利差对本外币即期汇率与远期汇率的影响，因此是国内外的利率相异决定了本外币之间的汇率趋势。但在金融市场的现实中，本币汇率在短期内急剧贬值也会反过来导致国内利率大幅上升。这样的例子并不鲜见。

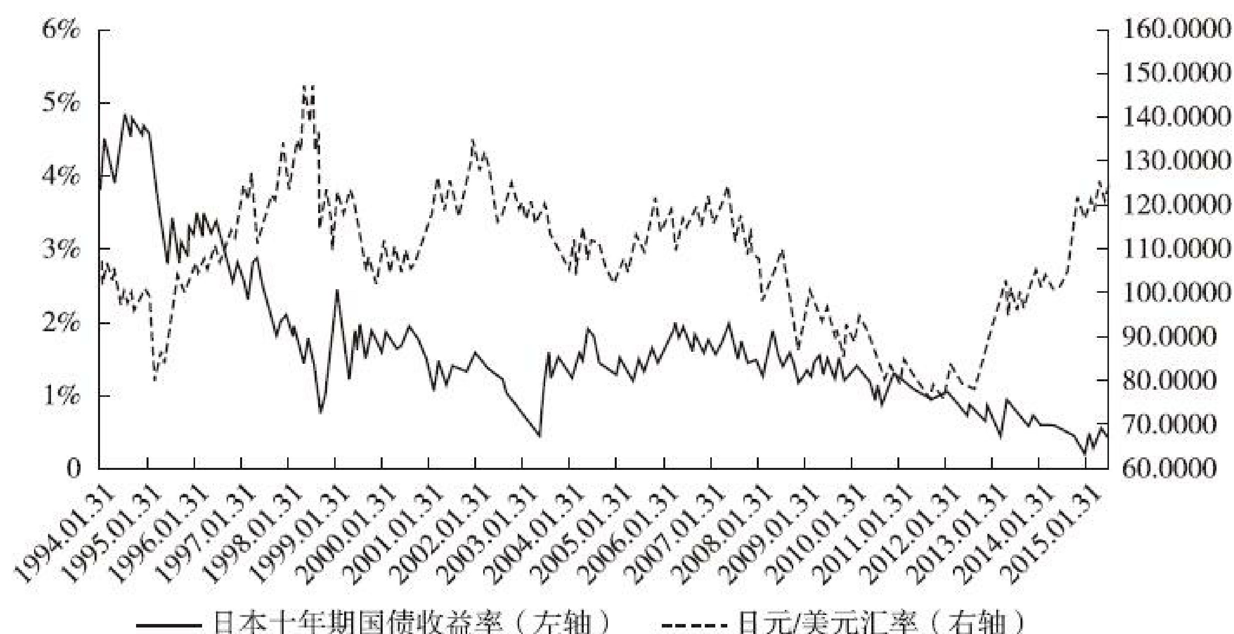


图11.8 日本国债收益率与日元/美元汇率

资料来源：Wind，第一创业证券

例如，2014年底的卢布危机就导致俄罗斯市场利率急剧上升。实际上，俄罗斯十年期国债收益率与卢布兑美元汇率之间存在极强的相关性，卢布贬值通常伴随着俄罗斯债券收益率上升，卢布升值则伴随着俄罗斯国债收益率下降。巴西的雷亚尔危机也曾严重地扰乱过巴西的货币市场；亚洲金融危机期间，泰国等一些国家的货币利率也随本币贬值而大幅上升。总之，在一些国家，货币危机或本币汇率剧烈动荡的不安时期，本币利率急速攀升，处于经济难以承受的水平，进一步恶化了国内的宏观经济表现。

但是，汇率策略性的有序贬值并不会导致国内利率大幅上升，这方面的例子也有。例如，2012年以后的日元贬值就没有导致日本国内市场利率上升，相反，日本一直陷于持续的低利率，或者说，日本的利率下降与日元贬值反而是一个共生现象。具体地说，2014年6月以来，日元兑美元贬值了20%左右，但日本十年期国债收益率却从0.566%下降到了8月10日的0.425%。

既然汇率贬值后，国内利率上升和下降的例子都有，那么，中国会出现哪种情况呢？正如前文所述，人民币贬值是属于政策导向的策略性贬值，而非经济基本面恶化导致的危机式贬值，因此国内债券市场不会因人民币贬值而要求过高的风险溢价。反而是，在政府大力化解各种金融风险、守住不发生系统性金融风险的作用下，中国债券市场的系统性风险溢价也随之大幅下降。再者，既然央行实施汇率贬值是为了“保外需”、“稳增长”，那么，维持较低的国内市场利率才是与汇率策略性贬值的初衷相一致的。更何况，“融资贵”一直是政府稳增长的心头之痛。有鉴于此，我们认为，人民币贬值不会导致国内市场利率大幅上升。

最后，汇率贬值是否会导致通胀率大幅上升？从理论上说，汇率与国内通胀之间确实存在一定的相关性。购买力平价（PPP）理论就表明，两国货币间的汇率水平取决于两国间的价格水平，汇率的变化则取决于两国间相对的通胀率。根据一价定律，本币汇率升值则因进口品价格下降而降低国内通胀率，汇率贬值则因进口品价格上升而使国内物价指数上升；反过来，国内通胀率的变化也会影响本币汇率，购买力平价理论就强调国内价格水平及其变化，决定了本币汇率水平及其变化。但在实践中，本币汇率的变化与国内通胀率之间的关系要复杂得多，汇率与通胀指标之间并不呈一一对应的关系。

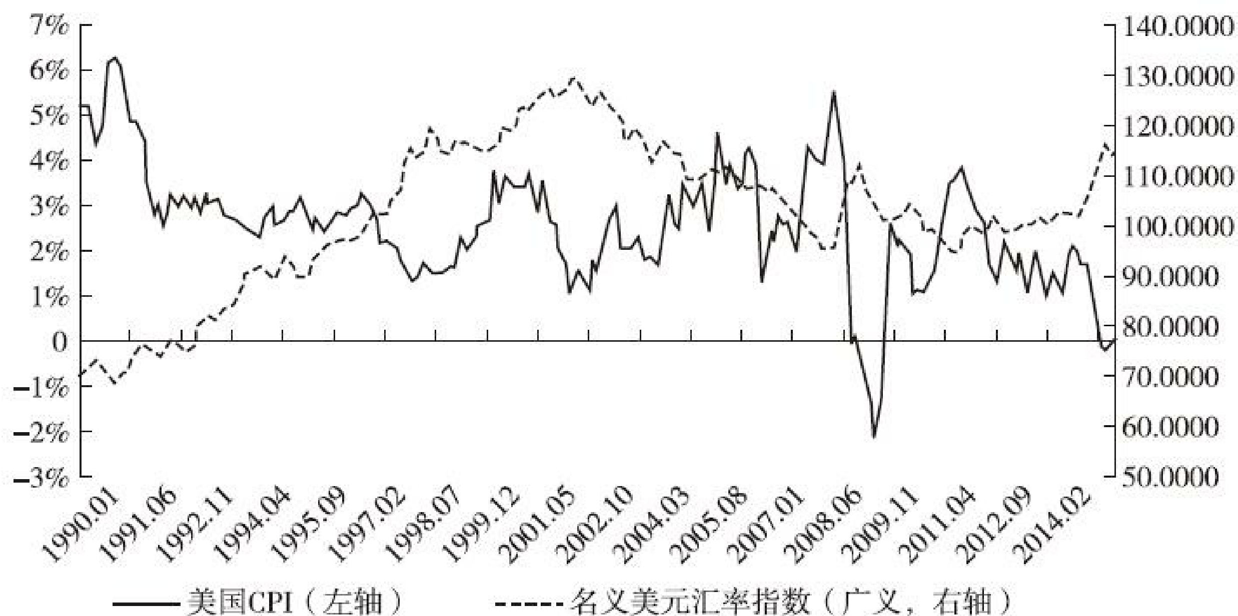


图11.9 美国CPI与名义美元汇率指数

资料来源：Wind，第一创业证券

贬值导致国内通胀大幅上升的教训并不少见。货币短期内急剧贬值，往往会导致国内通胀率随之大幅上升。俄罗斯卢布在2014年第四季度急剧贬值后，其国内的通胀率就一直居高不下。到2015年7月份，俄罗斯的通胀率仍高达15.6%。当然，中长期的本币升值或贬值与国内通胀率之间具有明显相关性的也有。例如，2001年至2008年间，美元贬值也伴随着美国通胀率呈总体上升趋势，相反，2011年以来，美元汇率指数上升就伴随着美国国内通胀率的下降（图11.9），表明此间美元汇率与美国通胀率之间呈一定的负相关关系。

以上两个例子并不表明，所有国家的汇率升值或贬值会导致国内通胀率出现相似变化。1994年以来，我国在多个周期中出现了人民币“外升内贬”现象，即人民币汇率升值，而国内通胀率却不断上升。事实上，也有不少在汇率贬值时期通胀率下降或持续保持低位的，例如现在的日本和欧元区。2012年至2014年5月间，日本通胀率上升确实与日元贬值同时发生，但在2014年5月至2015年6月，日元兑美元汇率贬值了约

20%，但日本的通胀率却从2014年5月的3.7%下降至2015年6月的0.4%（图11.10）。

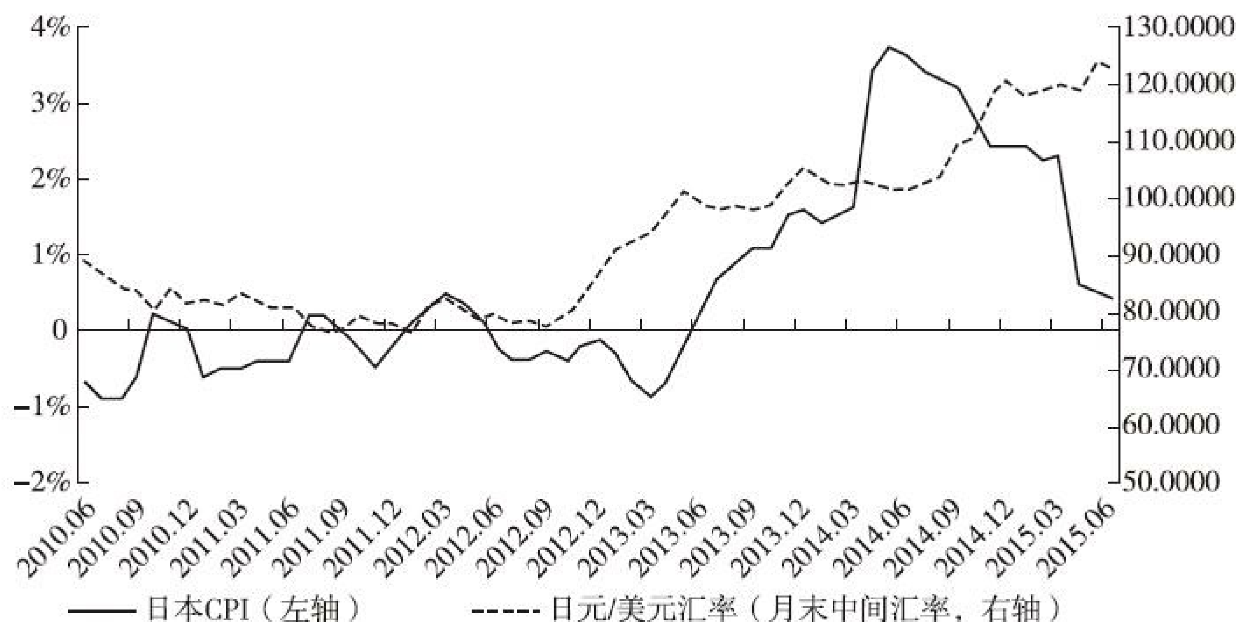


图11.10 日本CPI与日元/美元汇率

资料来源：Wind，第一创业证券

2015年以来，中国的通胀率（CPI）出现了一定的回升，但PPI却连续四十余月呈负增长，且由于国际大宗商品价格下跌，PPI在2015年跌幅还有所扩大，这抑制了PPI上升的幅度。我们知道，汇率贬值将提高进口品价格，降低出口品价格，因此，汇率贬值对一国物价水平的最终影响，要取决于其贸易结构。像美国这样的净贸易逆差国，且逆差又主要来自最终产品，那么，美元贬值对其国内通胀率上升的影响就相对较大。但中国完全不同于美国，首先，中国是净贸易顺差国，其次，中国的进口主要是中间投入品，因此，此次汇率贬值将会提高中国中间产品的进口价格，受此影响，进口中间产品的国内替代品价格也会因汇率贬值而略有回升或减缓下降的幅度。所有这些，都将减缓中国PPI的下降。在国内货币供应和信贷增长率有所回升的货币环境中，汇率贬值导致的PPI下降趋缓，最终会传导到CPI上来。因此，我们预计，未来一段

时间，中国的CPI可能仍会有一定程度的上升。

总之，我们认为，汇率贬值是否会导致大规模的资本外逃、国内资本市场剧烈动荡和市场利率大幅上升，要取决于汇率贬值的性质、动力和贬值的幅度。由于新汇率机制下的人民币汇率贬值只是策略性贬值，是属于“松紧适度货币政策”的一部分，人民币不会出现趋势性的大幅剧烈贬值，这决定了，汇率调整也不是国内资本市场和国内利率不利冲击的主要因素。相反，由于经济环境正在逐渐改善，在各类不利的政策冲击之后，未来一段时间国内资产市场仍可能稳中向好地发展。

---

1. 2015年底，中国人民银行实行了“收盘汇率+一篮子货币汇率变化”的新机制。本书没有对此做分析。事实上，这一机制使人民币汇率更市场化了。

第12章 中国外汇储备新走向

本章导读

中国过去的外汇储备扩张，是根植于中国特定的汇率机制与国际货币体系之中的。人民币的非国际化、不断扩大的对外经济（金融）往来增加了对储备的需求，持续的巨额贸易顺差和资本流入，又为储备的积累创造了现实条件。但中国现阶段，外汇储备下降的趋势已然形成。随着中国经济全球化的加深，人民币国际化战略的实施和推进，中国对他国储备货币的需求将会大幅下降，同时，全球资本配置格局也出现了新变化：FDI和国际游资都将出现净流出状态，从而带动中国外汇储备净额持续下降。

过去，外汇储备扩张导致了中国国内宏观流动性扩张。虽然现在中国外汇储备出现净额下降，也将导致央行资产负债表的收缩，但这提高了央行货币政策的自主性，中国人民银行完全可以通过调整资产负债结构应对外汇下降导致的宏观流动性收缩效应，因此，外汇储备下降不会导致宏观流动性出现净收缩，市场利率不会因资本外流和储备下降而大幅上升。恰恰相反，由于通胀预期处于较低水平，制造业资本回报率下降，使得实际利率和含有通胀补偿的名义利率仍会处于相对较低的水平。

在开放经济中，外汇储备是金融稳定的重要机制，受到众多发展中国家的特殊偏好。尤其是在亚洲金融危机之后，许多国家都加入了储备积累的竞赛之中。中国外汇储备在这场国际竞争中脱颖而出，早在2003年就超越日本成为全球拥有外汇储备最多的国家。经济旧常态在宏观金融上的表现之一就是，国际收支双顺差推动的外汇储备持续大幅增长。

在最高峰时期，中国持有的外汇储备一度高达近4万亿美元。但2014年，中国外汇储备却出现了转折，中国的外汇储备规模已发生趋势性变化，这是经济新常态下的一个重要特点。它的形成，并不是偶然的，既是资本流动格局变动的结果，也是中国参与全球货币金融治理机制深化的结果。

积累高额外汇储备的逻辑

开放经济中外汇储备有以下几个方面的作用：调节国际收支，保证对外支付；维护国际信誉，提高从国际金融市场融资的能力；干预外汇市场，稳定本币汇率；抵抗金融风险和提高国际金融体系的稳定性。适当的外汇储备是调节经济、实现内外平衡的重要手段。一般说来，外汇储备增加不仅可以增强宏观调控的能力，而且有利于维护或提升国家和国内企业在国际上的信誉，有助于拓展国际贸易，吸引外国投资，降低一国政府或本国企业在国际市场上的融资成本，防范和化解国际金融风险。外汇储备对那些处于国际货币体系外围的国家实现经济均衡与稳定具有重要作用。

然而，中国在很长一段时间里，外汇资金奇缺，无力从国外进口经济发展必要的先进设备和技术。因此，改革开放后，中国在国际经济中的一个现实任务，就是不断积累外汇储备。在国际收支的安排中，都以有利于国家外汇储备的积累和集中为目标，甚至把储备的积累当作了目标本身。中国有巨大的资本、技术输入的需求，经济尚未起飞之时，汇率制度也比较僵化，容易受到国际投机资本的冲击，因而需要大量的外汇或国际储备。以上固然是积累外汇储备极其重要的两个方面，但根本原因在于，美元主导的单一国际储备货币体系导致的内在不稳定性，使得其他外围国家不得不大量持有外汇储备。所谓中国仍处于社会主义初级阶段，仍是一个最大的发展中国家，其要义体现在国际货币方面，就是指人民币只是国际货币体系的外围货币。非国际化的人民币，既不能

用来支付逆差，也不能用来偿还外债；企业不能拿人民币在外国投资设厂，个人不能拿人民币出国购物、留学、旅游等。举凡一切涉及国际支付的资金流出，均需要以他国货币（美元）为依凭。更何况，中国金融体系治理机制不健全、风险识别与管理手段不完善，都加剧了中国金融体系的脆弱性，国内资本面对金融脆弱的风吹草动都有外逃的冲动，汇率经常面临资本外逃的巨大压力，甚至可能形成汇率、利率和国内金融体系的系统性动荡或风险。因此，外汇储备的积累，是国际货币体系外围国家由汇率引发的系统性金融风险的缓冲垫，是许多新兴经济体或发展中国家迫切的现实任务。

只要一国货币成为国际储备货币，它就成了该国的储备货币本身，就不需要以他国货币履行国际支付手段、交易媒介和国际价值贮藏的职能，自不必积累巨额外汇作为储备了。众所周知的例子是美元。它是当今全球最大的储备货币，又实行了相对自由的浮动汇率制，因此，即便美国巨额贸易逆差连年，但美联储并不持有巨额外汇储备以满足进口之需；尽管美国有巨额外债，但也无须以他国货币来偿还。质言之，美元印钞机的运转，就是美国巨额外债偿债基金的便捷来源。再看不那么为人知的德国。自20世纪80年代以来，德国也是持续贸易顺差；进入新世纪以来，其贸易顺差还超过了日本，成为全球第二大顺差国。但自1995年以来，德国一直没有增加外汇储备，2015年末，德国外汇储备约为364亿美元，比1999年末的527亿欧元减少了31%，堪称储备小国。之所以如此，就是因为，过去的德国马克实现了国际化。在1999年欧元启用之前，德国出口和进口用马克结算的比率分别达到了72.5%和50.7%。欧元启动后，德国进出口的大部分又用欧元结算，根本没有积攒美元以备不时之需的必要。何况，德国还是贸易顺差大国，银行、企业和个人手里都持有相当数量的美元，不需要政府为他们的国际支付而担心。

保持大量外汇储备既是为满足进口、偿付外债之需，也是为维护汇率稳定之需。国外的诸多教训表明，汇率的意外被动大幅贬值，会给国内实体经济和金融体系带来极大的伤害，因此，汇率的相对稳定符合各

国“稳增长”的宏观经济目标。问题恰恰在于，僵化的汇率制度与资本的相对自由流动的组合，往往会导致汇率高估，潜藏着汇率不稳定的暗流，因而会对储备提出更高的要求。亚洲金融危机就很好地说明了这一点。在亚洲金融危机前，按照传统的储备标准（储备量足以满足三个月进口需求），包括泰国在内的东南亚国家持有的外汇储备是非常充足的。但固定汇率制使它们的货币出现了严重高估，结果，危机爆发后，面对国际资本外流和国内资本外逃的冲击，它们的储备很快就被耗光了，最后被迫放弃了原来坚守的固定汇率制。亚洲金融危机期间，国际货币投机者也曾试图攻击港币，结果在中国大陆的支持下（尽管那时中国的外汇储备才1000亿余美元），国际货币投机者无功而返，香港成功捍卫了联系汇率制。

亚洲金融危机的教训，彻底改变了全球对外汇储备规模的传统认识，全球经济失衡加剧又使许多新兴经济体积累了更大规模的官方资本，因此，全球外汇储备迭创新高。这其中，中国外汇储备规模的快速急剧扩张，迅速地改变了全球外汇储备持有的格局。中国外汇储备的峰值出现在2014年6月，是时，外汇储备总规模达到了39932亿美元。即便在随后一年多的时间里，中国外汇储备有所下降，但在2015年底依然高达33034亿美元，是1999年末的1547亿美元的21倍多，占全球外汇储备总量的三分之一左右（2015年末全球外汇储备总量约为109251亿美元）；比全球第二大外汇储备国日本高21244亿美元，比其余四个金砖国家的外汇储备总量还要多（2015年末，俄罗斯、印度、巴西和南非的外汇储备分别为3090亿美元、3520亿美元、3565亿美元和390亿美元）。中国持有的巨额外汇储备，极大地提高了中国应对国际金融风险的能力，让中国足以轻松应对人民币汇率的任何意外大幅波动；中国也利用外汇储备对国内金融机构注资，提高它们的资本充足率。

因此，中国过去的外汇储备扩张，乃是根植于中国特定的汇率机制与国际货币体系之中的，它反映了以中国为代表的亚洲国家普遍是麦金农所说的具有“冲突美德”的“不成熟债权人”，深刻地反映了亚洲国家在

国际经济与货币事务中的从属地位，反映了国际货币事务安排与全球经济格局变动的不对称性：全球制造业体系越来越依赖于亚洲，但亚洲国家在国际货币事务中却越来越严重地依赖于发达国家，亚洲金融危机之后外汇储备的大量增长，使得美元在国际货币体系中的地位得到了进一步强化，国际货币体系实际上重新实行了美元本位制。艾肯格林就指出，核心经济体美国拥有发行储备货币的特权，使其可以寅吃卯粮，保持经常账户逆差并对外投资；外围经济体的东亚国家致力于出口导向政策，盯住美元并保持汇率稳定，由此便积累了大量外汇储备。

笔者曾在2010年指出，外围国家外汇储备的大量增长，本意在于提高维持本国金融体系，尤其是本币汇率稳定的能力。这似乎也是处于国际货币中心地位和拥有国际货币领导权的国家所乐意见到的结果，因为，从表面来看，它强化了国际货币中心国家的货币强权，可以更好地转移和延迟支付持续调整的成本，通过汇率武器实施对其他经济体的制约。但对中心货币国家不幸的是，外汇储备的迅猛增长，使得单一储备国际货币体系的内在不稳定性更加突出，其反身性冲击更快地提出了该系统多元化发展的要求，因而会逐渐削弱货币强权的垄断局面。例如，美国的贸易逆差和财政赤字（双赤字现象）的不断扩大、美元利率的不断走低和美元流动性不断扩张，都是内生于美元作为主导全球货币体系安排之中的，但这又增加了该体系的内在不稳定性与脆弱性。作为中心货币国家的美国，不得不在满足美元作为主导国际货币的需要，维护美国在国际货币体系中的根本利益（货币强权），以及防止系统内在不稳定性加剧之间进行艰难的平衡。不幸的是，随着全球外汇储备的迅猛增长，美国的这种平衡是刀刃上的平衡。美元储备的增长自身就会导致其不稳定性的增加和反身性冲击，储备增长得越多、越快，对美元地位的冲击也就越大，布雷顿森林体系II也就崩溃得越快。在这个意义上，外围国家外汇储备的增长，形成了国际货币体系改革的强有力倒逼机制。

对处于国际货币外围的中国而言，外汇储备的功能和作用，早已超越了传统储备的功能，它在国内金融体系的稳定中也发挥了至关重要的

作用。比如，利用外汇储备为国有金融机构注资，帮助它们实施财务重组、提高资本充足率和吸收损失和风险的能力。在事实上的美元本位制下，中国的货币政策受制于美元储备的变化，美元储备的增长在一定程度上提高了人民币的国际信用。

尽管外汇储备的增加具有保障国际支付、维护汇率稳定、打击外汇投机和提高国内金融体系的诸多功能，但这并不意味着，外汇储备越多越好，凡事有度。正如前文所述，外围国家积累的外汇储备过多，给原有的国际货币体系带来了内在的不稳定，而且对储备持有者而言，积累的储备过多，同样带来了一些麻烦。中国就曾有过外汇储备过快扩张的苦恼。例如，外汇储备的过快扩张就一度导致了国内所谓的流动性过剩和资产价格大幅上涨乃至泡沫化的现象，迫使央行采取包括提高法定存款准备金比率在内的诸多手段来加以冲销，扭曲了中国的货币政策。2014年5月，国务院总理李克强在非洲访问时就表示："中国巨额的外汇储备实际上是国家的一个沉重负担"。当储备积累到一定规模、经济发展到新的历史阶段之时，中国外汇储备下降便是顺应时代要求的一个新趋势。这一趋势已然在逐步形成。

外汇储备规模下降：新的趋势已然形成

中国在历经外汇储备高速增长且规模达到历史峰值之后，不仅外汇储备增长率已然大幅下降，而且绝对值也出现了净额减少的现象。中国外汇储备规模在之前14年间，由不到2000亿美元增加到2014年6月的近4万亿美元，增加了二十多倍。但中国储备增长的时代已经终结。2014年6月到2015年末，中国外汇储备减少了6630亿美元至33303.62亿美元，减少幅度达到16.6%。虽然当局将储备下降归咎于其他非美元储备货币对美元贬值，导致了以美元计值的储备减少。但非美元储备中，欧元资产应当占有大部分，欧元兑美元汇率从2014年6月的约1.37贬值到2015年12月的约1.085，贬值幅度约20%，按20%储备比例算，由货币折算导

致的储备减少总共约1600亿美元。相对于6630亿美元的储备下降，只是其中一小部分，并不能解释中国外汇储备的大幅减少。2016年以来，外汇储备进一步减少1250亿美元至2016年6月末的32051亿美元（图12.1）。而此阶段欧元兑美元汇率并未贬值，甚至略有升值，这也说明货币折算导致储备减少并不足以解释我国外汇储备的下降。

实际上，中国外汇储备的下降不是临时性现象，而是经济迈入新常态之后的基本趋势。做出这样的判断，是因为，促使中国外汇储备增长的条件已经发生了根本性变化。

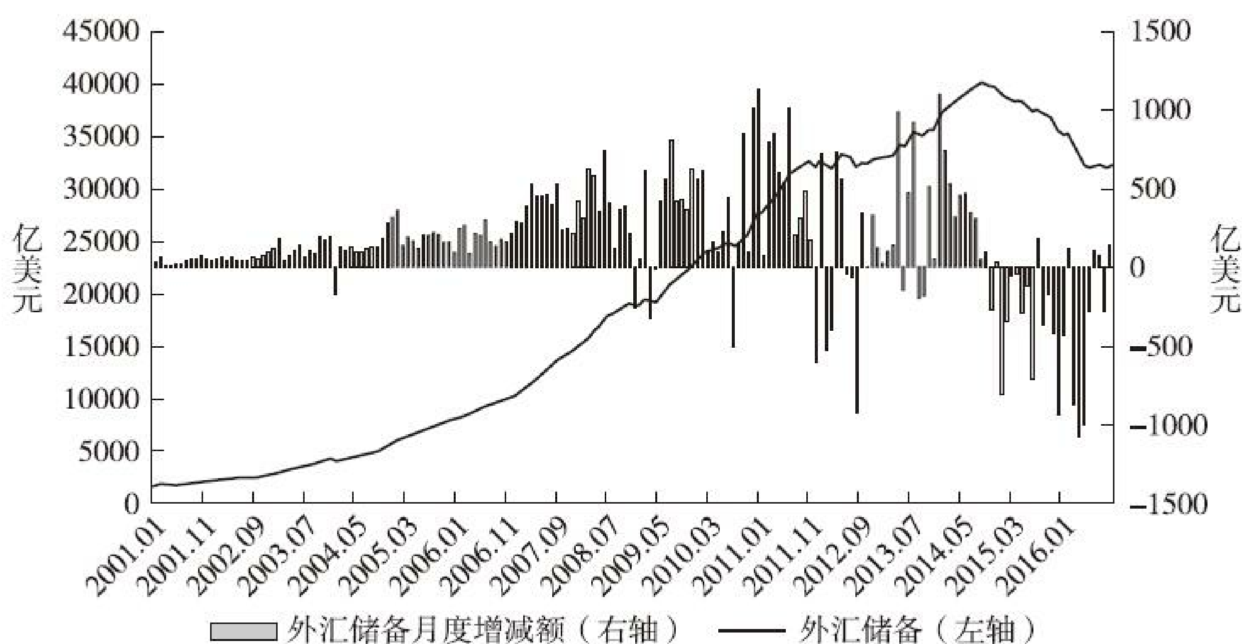


图12.1 自2001年以来中国外汇储备变化及其月度增减额

资料来源：国家统计局

经常项目和资本项目的"双顺差"，是过去中国外汇储备快速增长的直接原因。在经常项目上，中国过去有着丰富的廉价劳动力资源，劳动力优势决定的国际产业重组，迅速奠定了中国"世界工厂"的地位。中国加入WTO又极大地拓展了"中国制造"的市场范围，因而进一步深化了亚当·斯密所说的劳动分工。基于劳动力成本优势的国际分工之上的经常

项目长期顺差，正是过去中国外汇储备持续增长的直接诱因。尽管全球经济放缓，需求不振，但近年来中国贸易衰退型顺差持续上升，来自经常账户顺差所积累的储备并没有因为全球经济寻求再平衡而减少，相反，中国的贸易顺差绝对值在2015年达到了前所未有的53939.04亿美元，因此，它仍然是中国外汇储备的增长因素。

然而，促使中国在过去形成全球制造业体系中的优势与贸易顺差的因素，正在悄然发生重大变化。这至少有三个方面的主要因素。首先是以美国为代表的发达国家正在实施基于第三次工业革命的制造业回归战略，这将减少对外部可贸易品的需求，而中国的贸易顺差又恰恰主要来自美国和欧盟等发达经济体。正如在第5章所指出的，基于智能机器人的新的国际供应链重组正在形成之中，这将使得中国过去依赖于廉价劳动力的国际分工优势不再。其次，过去集中于中国的传统劳动密集型制造业向东南亚国家转移，是因为中国制造业的工资成本正在上升。中国制造业工人工资成本的上升，有改善国民收入分配结构的合理要求，但也有人口老龄化的不利因素使然，也有因房地产价格上升使得制造业支付的地租上升、工人必要生活成本上升使然。在国际分工已形成新的趋势的背景之下，中国自身也不再满足于制造大国的地位，而在观念上从追求GDP转向了追求GNP，因而主动实施了“走出去”战略并进而主动地调整国际分工。基于以上数端，虽然我们并不认为中国将很快从贸易盈余转为贸易赤字，但在新的国际产业转移背景下，中国持续巨额顺差的基础正在被削弱。

除了贸易差额导致外汇储备变化外，资本流动无疑是影响储备积累或减少的重要因素（第14章我们将集中分析中国国际资本流动的新格局）。相对于贸易流对储备变动的影响而言，资本流动的影响则更难以捉摸，它对一国货币汇率的短期影响也较贸易差额更甚。中国的国际资本流动的新格局正在形成，端倪已现。在此，我们先简要地分析一下中国资本流动的新趋势对外汇储备的影响。可以肯定地说，在贸易顺差仍在增长的背景下，中国外汇储备减少的趋势，主要源于金融与资本账户

的新变化。在资本流动的若干构成中，无论是FDI还是其他资本项，过去对中国都处于净流入状态，所谓“热钱”对中国储备增长的贡献甚至长达数年超过贸易顺差的贡献。然而，中国资本流动的方向正在逆转。中国的对外直接投资和外国对华直接投资已大体相当。2014年中国获得FDI达1195.6亿美元，2015年进一步增长至1262.7亿美元，成为全球吸收外国投资的第一大东道国，表明中国仍是全球对FDI最具吸引力的经济体。同时，中国获得的FDI的结构发生了明显变化，由于工资和生产成本上升，部分劳动密集型低端制造业的外资将生产基地迁往其他低收入国家，流入中国高科技产业和高端制造业的外资却有所增加。但同时需要注意的是，我国对外直接投资也快速增长，2014年中国对外直接投资达1160亿美元。吸引外资和对外投资之比从2013年的1.2变为2014年的1.1，这表明，经济“新常态”意味着，中国正在形成吸引外资和对外投资两者的新平衡关系。随着亚洲基础设施投资银行的成立和中国“一带一路”战略的深入实施，中国对外投资增速有望继续高于引进外资，对外投资绝对额也会高于国外对中国的FDI，直接投资方面将形成中国资本的净流出。这就意味着，我们不仅无法通过FDI净流入维系外汇储备的增长，甚至还会成为外汇储备的重要减项。

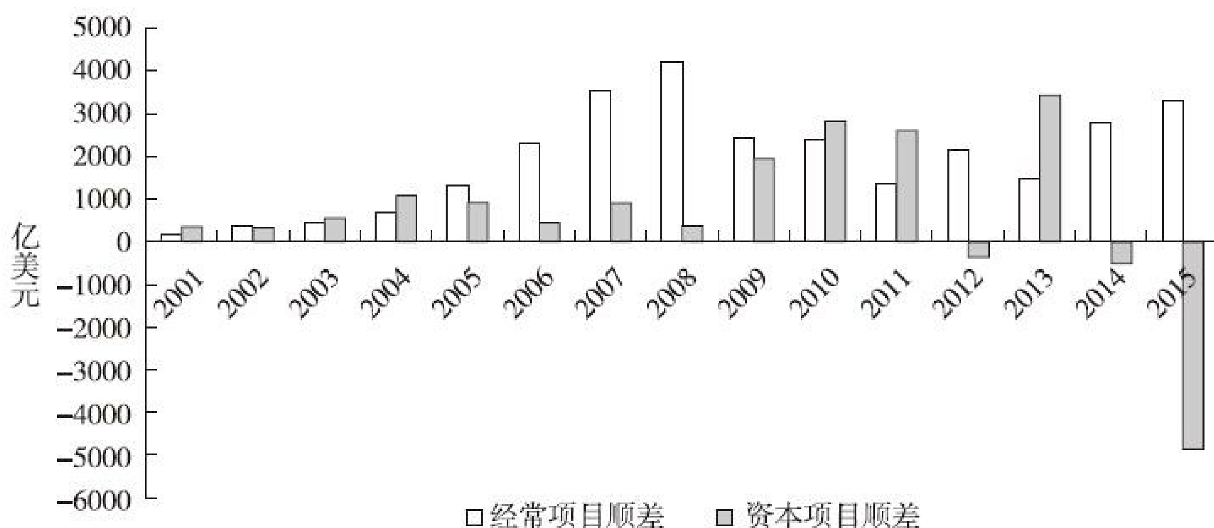


图12.2 自2001年以来中国经常项目和资本项目“双顺差”

资料来源：国家外汇管理局

过去，在人民币升值预期的驱使上，热钱流入导致了中国外汇储备大量增长。现在，反向的过程正在发挥作用，套利资本流出消耗着中国的外汇储备。自2012年以来，对人民币贬值的市场预期始终没有消退，央行在2015年8月初的主动贬值，进一步强化了市场对未来人民币贬值的预期。加之，中国长期增长率下行，势所必然，国际资本在华套利的机会受到相对挤压，而美国正步入次贷危机后的复苏道轨，美联储在非典型性加息周期中的政策举措虽然是蹒跚而行，但国际金融市场对美联储加息的预期也一波三折，时而消退，时而渐浓。凡此种种，都加剧了中国的资本外流。以“热钱＝外汇储备增量－货物与贸易顺差－FDI净流入－投资收益－证券投资债券净流入”，计算出的“热钱”如图12.2、图12.3所示。可以看出，自2014年下半年以来，中国出现了持续的“热钱”外流，有时流出的规模甚至高达近2000亿美元。为了缓和贬值预期和资本外流对人民币汇率的冲击，中国央行加强了对汇率的市场化干预，这就直接消耗了大量外汇储备，以“热钱”为主体的资本外流成为中国储备下降的基本因素。

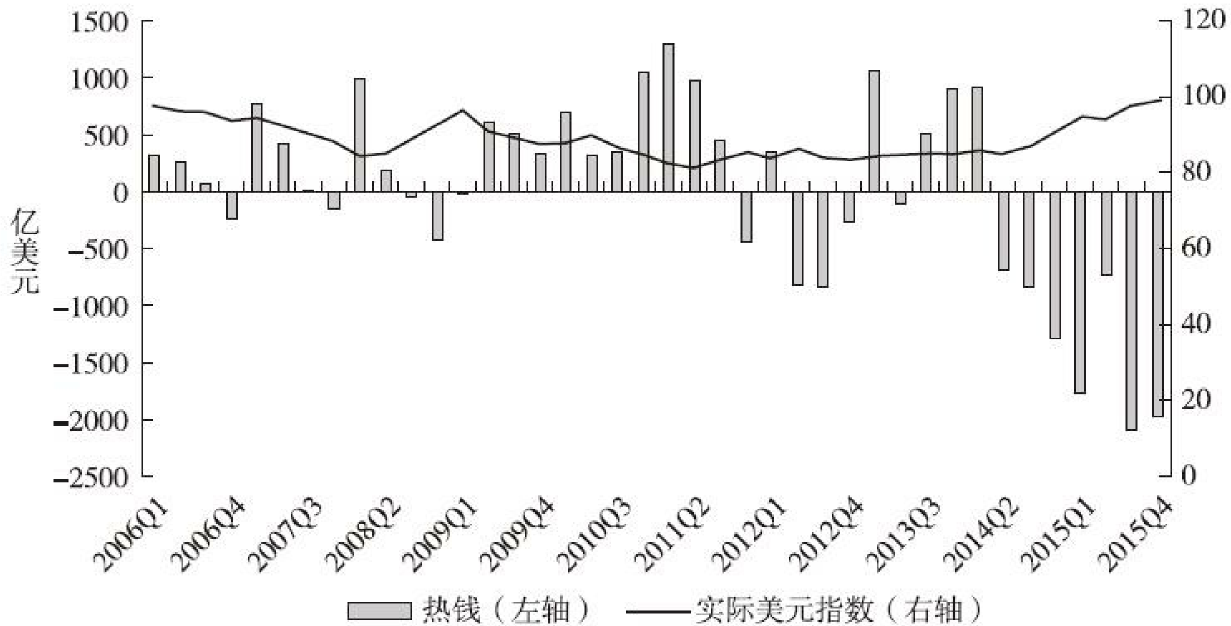


图12.3 自2006年以来中国“热线”流动与美元指数波动

资料来源：中国人民银行和国家外汇管理局

热钱的流动主要是为博取套汇套利收益，因此，它们的流动对利率、汇率变化高度敏感。过去，人民币兑美元的单边升值及预期，导致了大量资本通过各种渠道涌入中国。但随着美元汇率走强，资本流动出现了逆转；这种现象不独在中国存在，就全球范围而论，过去每一轮的美元贬值或升值周期，都伴随着国际资本流动方向的变化，甚至对一些新兴经济体造成了不可控制的汇率动荡。实际上，从图12.3中，我们可以看出，近年来中国的资本外流与美元汇率走强有着很大的相关关系。2014年从年初到年底，美元（实际汇率）指数从80左右不断上升，市场对人民币贬值的预期越来越强，加剧了中国资本的外流。由于以房地产为代表的中国资产价格高到实体经济不可承受的水平，中国对套汇套利资本流入的吸引力已大幅下降。过去，人民币汇率指数经历了长升值周期过程，国内通胀预期和资本回报率相对较高，导致了名义利率一直远高于发达经济体的水平，加上升值的预期，可以让国际资本不进行任何抛补操作以对冲汇率风险，就可以轻松地既获得人民币与国外货币之间的利差收益，也可以获得人民币单边升值的汇差收益，因此，人民币资产市场对国际热钱套汇套利都非常有吸引力。但如今，由于中国制造业进入持续下降通道，巨大的资本存量使得资本的边际回报率下降，中国的实际利率因此而大幅下降，同时由于通胀及其预期的绝对水平相对较低，利率中隐含的通胀补偿水平大幅下降，使得中国的名义利率总体呈下降之势。恰恰在这时，美国的升息预期愈发浓厚，热钱流入中国的套利空间受到了内外两方面的挤压。

如果说，资本外流导致的储备减少，政府处于被动之中，那么，对中国而言，事实上还有基于人民币国际化的主动减少储备需求的积极因素。我们认为，外汇储备减少，既是人民币国际化的要求，也是人民币国际化的必然结果。在2008年的美国次贷危机后，改革以美元为主导的国际货币体系，成为改善全球货币治理机制的重要呼声，在这个过程中，中国不仅在表达自己的诉求，也在采取实实在在的措施从外围推进国际货币体系的改革。

当前国家间经济竞争的最高形式之一就是货币竞争，中国需要从制造业大国升级为制造强国、升级为国际货币与金融的强国，人民币国际化便成了中国的一项长期战略。虽然我们不能说，人民币已经改变了国际货币的版图，但判定人民币的国际化取得了积极进展并越来越受到国际交易者、投资者的欢迎，是基本恰当的，也比较符合事实。据统计，2015年末，人民币已成为全球第五大贸易计价与结算货币（一度超越日元成为第四大贸易计价与结算货币），2014年底，非居民（境外机构与个人）持有境内人民币金融资产就达到4.5万亿元，2015年亦大致维持相似水平，人民币已成为它们重要的价值贮藏手段。2015年7月央行对境外央行、国际金融组织和主权财富基金开放银行间债券市场，标志着人民币正从计价结算货币向储备货币迈进。但是，人民币国际化和中国资本账户开放会加速人民币的去“美元影子”化。人民币的国际化及其储备货币地位的取得，首当其冲也是要去“美元影子”化。这就意味着，央行资产结构的调整、货币供给机制的变化及其相应地体现为货币政策自主性的增强，对提高人民币国际化和取得储备货币地位至关重要。正因为如此，近年来，尽管中国依然有大量贸易顺差、FDI的资本流入，但央行外汇占款不但没有相应增加，反而还有所减少，似乎正是央行在切实地去“美元影子”化，使人民币获得独立的国际强币新形象。

人民币国际化固然会增加境外投资者对大陆资产的需求，但更加开放的环境同样增加了居民、企业和金融机构在不同币种之间的大类资产配置的需求。在资本账户不开放的背景下，国内居民难以配置外币资产，所谓“藏汇于民”也不过挂在口头而已。随着资本账户开放步伐加快和外汇管制的放松，居民就会在本币与外币资产之间进行均衡组合，因此，未来一个重大趋势就是，官方外汇储备减少的同时，居民和企业会越来越多地拥有外币计值的资产。随着人民币国际化进程的加快，资本项目下的自由兑换将逐渐成为现实，“一带一路”等“走出去”战略的实施，企业、个人和金融机构对于外汇资产的配置将更加丰富，资产配置的转换和“藏汇于民”，也使央行手中的外汇储备减少。因此，与人民币汇率贬值一样，我国外汇储备的减少明显具有主动调整的因素，并非全

部由资本外流引起的被动下降。

灵活应对储备下降减少的流动性

过去，许多发展中国家或多或少有储备不足的焦虑症，或者外汇储备减少的恐惧症。因此，积累外汇储备成了参与国际贸易的重要直接目的。亚洲金融危机之后，外围国家外汇储备大规模积累，强化了国际货币中心国家的货币强权，但也带来了埋藏原有体系的力量，也给储备积累国家带来了新的挑战和压力。是故，在某种意义上，中国外汇储备下降，不过是对原有国际货币体系的一种修正，也是重塑国际货币与金融治理新机制的过程。

但是，也应当看到，因私人套利套汇国际资本外流而导致的储备下降，会对金融市场（尤其是外汇市场）带来一定的影响，例如，人民币贬值。面对这种情况，一种反应可能是重新走市场化的回头路，如强化外汇管制。事实上，主张放缓乃至停止资本账户开放的声音从来就没停止过。但这种反应不仅会阻碍人民币的国际化，也会减弱中国对全球经济金融治理新机制建设的影响力。因此，可取的是另一种反应，即进一步提高人民币汇率机制的灵活性和市场化水平，让人民币汇率更恰当地反映外汇市场供求变化，同时，通过调整货币政策灵活应对外汇储备下降对国内宏观流动性的影响。

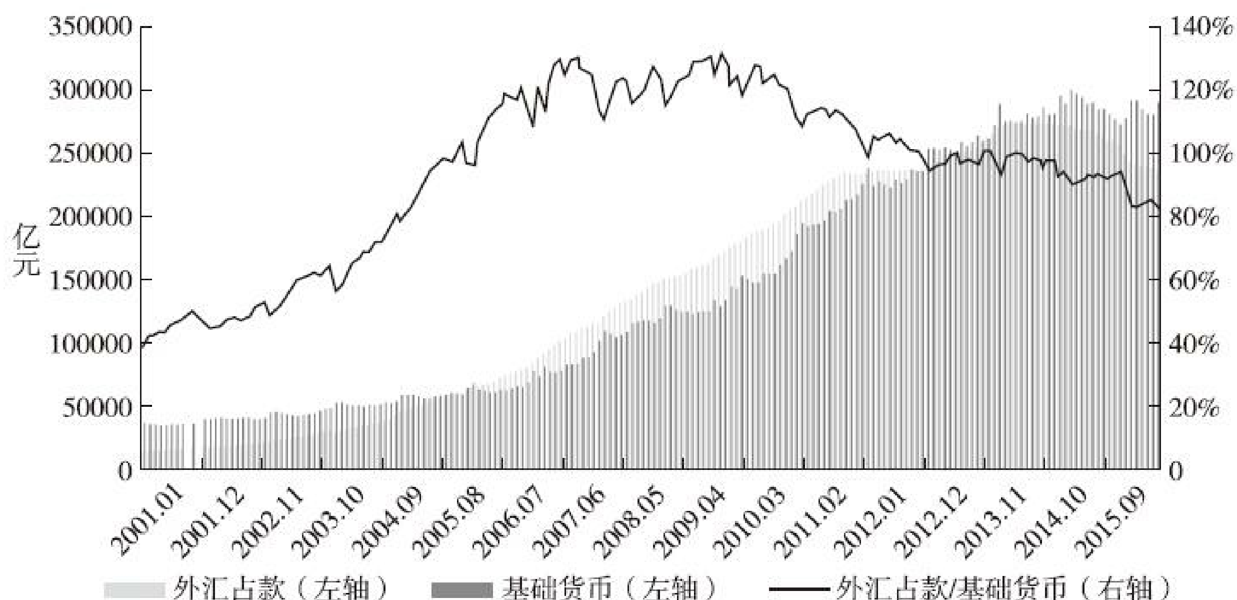


图12.4 自2001年以来中国基础货币和外汇占款的变化

资料来源：中国人民银行，第一创业证券

就中国而言，过去的外汇储备持续大幅扩张，导致央行资产负债表中的外汇占款和基础货币扩张，以及随之而来的国内流动性扩张，增加了央行冲销外汇占款以稳定币值的压力。这是2004年以后的数年间中国货币操作的逻辑起点，也扭曲了中国的货币政策。但现在，外汇储备下降为中国货币政策调整乃至改革都创造了新的空间，它不仅增强了货币政策的自主性和灵活性，也为央行应对经济下行时的货币政策工具创新创造了条件。市场对外汇储备下降一直有所担心，那就是，过去的外汇储备导致了流动性扩张，支持了资产价格上涨，现今外汇储备出现净额减少的新常态会不会导致宏观流动性的过度收缩，从而给资产市场带来紧缩的压力，或者带来市场流动性的萎缩。我们认为，外汇储备下降不可避免地使央行资产负债表收缩，但这并不会导致宏观流动性的紧缩，因为，央行可以调整资产负债结构，通过多种手段维护宏观流动性的充裕性。

1994年以前，由于外汇储备量很小，我国90%的基础货币投放来自

央行对金融机构的信贷。随着外汇占款逐年上升，它与基础货币之比从2001年底的44.8%一直上升到2009年10月的131.2%（图12.4），外汇占款成为我国基础货币投放的主渠道，并导致了货币供给与信贷高速增长。这是2003年之后中国经济过热的货币金融方面的重要原因。但2014年5月，外汇占款达到顶峰后（外汇占款峰值与外汇储备峰值由于汇率等因素略有不同）便开始出现大幅减少的趋势，2014年6月下降867亿元，12月更是下降接近1300亿元。进入2015年，外汇占款下降有增无减，2015年3月下降2300亿元，6月、7月、8月分别下降3080亿元、3180亿元、2641亿元，11月、12月更是下降3158亿元、7082亿元。截至2015年末，央行口径外汇占款相比2014年5月最高峰时期的272998亿元下降至248537亿元。2016年前6个月外汇占款继续下降，截至2016年6月末，已经降至236307亿元（图12.5）。随着外汇储备增长放缓乃至下降，外汇占款与基础货币之比也出现了下降趋势（图12.4）。

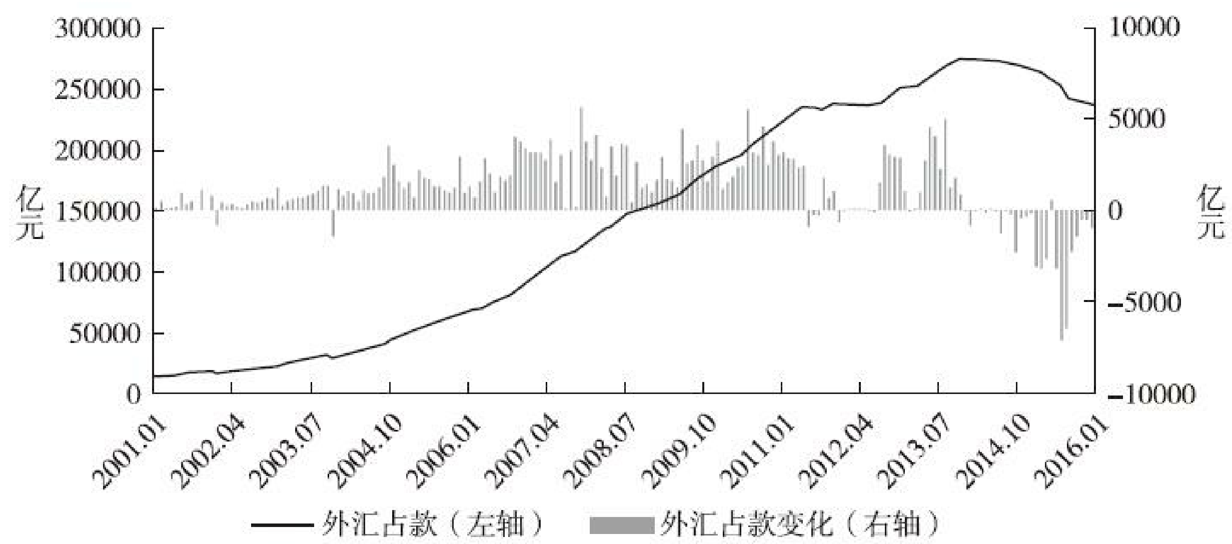


图12.5 自2001年以来外汇占款及其增减额的变化

资料来源：中国人民银行，第一创业证券

在这种情况下，外汇占款不仅不再成为中国货币投放的主渠道，反而是，外汇占款下降导致了央行资产负债表收缩。正如外汇占款剧增时

央行需要冲销或冻结流动性一样，外汇占款下降时，央行就需要把“池子”里的水放出来，因而，外汇储备减少使我国存款准备金正常化成为可能。进入本世纪以来，为了维持汇率稳定，央行大量投放人民币买入外汇，导致基础货币被动扩张。为了应对此种局面，央行频繁地提高存款准备金率。从2003年以来先后32次提高存款准备金率，以至于到2011年6月20日大金融机构的存款准备金率最高达21.5%，小型金融机构达19.5%。至此，中国的法定存款准备金率达到了全球金融史上都极为罕见的水平。这样一个不宜经常使用的货币政策工具，在我国的货币政策中占据了主导作用。

固然可以说，央行以高法定存款准备金率，锁定了巨额的流动性，才使得中国在不断扩张的外汇占款中没有出现过于严重的通胀。但须知，高额存款准备金浪费了大量的金融资源，降低了金融机构资金的使用效率，使得金融机构承担了很高的机会损失，也扭曲了中国的货币政策操作。存款准备是商业银行的资产，央行付给法定存款准备金利率为1.62%，超额准备金利率为0.72%，大大低于银行吸收存款（包括理财产品）的利率。由此带来的机会损失只能由更高的贷款利率来弥补，乃至央行在货币政策调控中不仅要管信贷规模、货币供给量，还要人为地把存款利率规定得低于贷款利率3个百分点以上，这就是央行行长所说的“利差管理”。利差管理实际上是把货币调控的成本进一步转嫁到了实体经济，这其实是中国金融抑制的重要表现。

外汇储备下降的新趋势，为降低存款准备金率及其正常化创造了条件，国内经济下行又提出了降低存款准备金率的内在要求。两相结合，使中国在经济下降周期中，下调准备金率的幅度和频率，都超乎原先市场的预期。实际上，此轮稳增长的货币政策操作中，国内存款准备金经过数次下调，大型金融机构的存款准备金率已下降至17%，中小金融机构则下降至15%。随着中国外汇储备在人民币国际化深化和全球供应链重组中的下降，我们认为，未来十年内，中国法定存款准备金率会处于下降通道中。这样，中国的法定存款准备金比率政策，不仅顺应了全球

存款准备金制度的基本趋势，也是中国金融深化的必要手段和途径。

外汇储备下降让央行在保持资产总量不变的同时，通过资产结构的调整以实现新的货币调控机制成为可能。尤其是，央行创新的种种再贷款工具，不仅成为信用总量的调控工具，还可以引导金融机构信贷投向，直接管理市场流动性、调节利率结构和利率水平。2013年初创设的中期借贷便利工具，就是为保持银行体系流动性总体合理适度，结合商业银行流动性需求，向符合宏观审慎要求的商业银行提供资金支持。2014年末，中期借贷便利余额6445亿元。2015年全年，中国人民银行开展中期借贷便利操作投放12308亿元，中期借贷便利到期收回12095亿元，净投放213亿元，余额6658亿元。2016年上半年，中期借贷便利投放22385亿元，到期回收11588亿元，净投放10797亿元，余额17455亿元。这只是信手拈来的几个例子。实际上，在外汇储备下降趋势已然形成的背景之下，央行通过种种贷款工具的创新，不仅恢复了央行贷款在调节信用总量中的作用，还使得央行贷款的功能得到了新的扩展。所有这些都表明，外汇储备下降，得以让央行通过调整资产结构，更大地发挥林林总总再贷款在货币调控、流动性保障和维护金融市场稳定中的积极作用。

央行不断创新和使用再贷款、降低法定存款准备金率，都从一个侧面反映了，外汇储备减少提高了央行货币政策的自主性。过去，外汇储备增加改变了我国基础货币的投放，使得基础货币投放具有内生性，进而削弱了央行货币政策的自主性。那种情况下，央行货币政策的操作，实际上沦为对美元政策的对冲，调控国内经济似乎只是附带作用。我们说，那时中国的货币政策实际上是美元依附论，也不无几分道理。在理论上，汇率稳定、资本自由流动和货币政策独立性，对于货币当局都是有用和有吸引力的，但“三元悖论”表明，一国货币当局无法同时实现汇率稳定、资本账户（或金融市场）开放和货币政策独立性。随着中国在人民币国际化进程中逐渐开放资本账户，为避免三元悖论的约束和挑战，中国央行已不断增强人民币汇率弹性，最新的举措便是，2015年8

月人民币汇率中间价形成机制的改革，让汇率市场化迈出了实质性的一步。在此情况下，中国外汇储备减少可使央行不必过分在意汇率的短期波动，而为达到国内宏观调控目标相对独立地实施货币政策。

由于存款准备金还有极大的下降空间，央行通过再贷款创新扩充了再贷款在货币调控中的功能，货币政策自主性和独立性增强，使得央行有了足够的灵活性和操作工具应对外汇储备下降造成的宏观流动性收缩效应。因此，我们认为，外汇占款下降不会对国内金融市场产生明显的紧缩效应。在资本存量已十分庞大的情况下，资本边际产出和实际利率都相应地下降了；而较低的通胀预期又降低了名义利率中的通胀补偿水平，这使得实际利率和名义利率都会处于相对较低的水平。总体仍保持在相对较低水平的市场利率，有利于“稳增长”政策目标的实现。

第13章 全球金融新治理的中国方案

本章导读

全面提升中国在全球货币与金融治理中的影响力，对改善全球治理至关重要。这其中，以人民币国际化为核心，重塑全球国际货币体系与金融体系，是改善全球金融治理的重要一环。人民币国际化的重要成果之一，就是顺利加入SDR篮子货币。它标志着，国际货币体系的治理机制翻开了历史的新篇章。这既是顺应全球经济、贸易与资本格局变动的必然结果，既是过去中国经济发展深刻改变全球经济格局的结果，也是中国金融体系改革与开放得到外部世界认可的结果。

但是，一国货币是否加入SDR，不是其成为国际货币与否的充要条件。人民币成为SDR的篮子货币，并不意味着人民币在国际贸易与资本流动中计价、结算与价值储藏地位的根本提升，也不是境外投资者持有人民币资产的先决条件。人民币要在国际货币体系中发挥更大的作用，取得更重要的储备货币的国际地位，功夫在SDR之外。进一步推进人民币国际化应该将更多精力放在有序推进资本账户开放、国内债券市场的深度发展、健全宏观经济及其治理、大幅增加黄金储备使人民币摆脱“美元影子”化等方面。对人民币的背书，是在中国健全的经济发展和创新之上打造出来的健康的金融体系与坚挺的人民币自身。经济新常态下的政府稳增长、简政放权下的市场化改革，不仅是国内的需要，也是人民币进一步国际化的需要，这比是否是SDR的篮子货币更为根本。

随着中国经济总量的增长、创新能力的提升和中国金融开放与市场化的深化，中国经济与金融对全球体系的影响力也得到了大幅提高，这极大地提升了中国在全球经济与金融体系治理中的影响力。一个有深

度、开放包容的债券市场显然有助于提升中国参与全球经济治理的能力。

亚洲基础设施投资银行是中国参与重塑全球金融治理新机制的成功尝试。它表明，中国已从过去的全球化事务的参与者，跃身为全球化事务的引领者和规则的积极制定者，国际金融体系多方博弈的力量对比悄然发生了重大变化。

随着中国金融市场的发展和对外开放的持续深化，中国参与全球经济与金融治理的地位也在不断提升。习近平总书记强调，中国将积极参与全球治理体系建设，努力为完善全球治理贡献中国智慧，为全球治理提供中国方案，推动国际秩序和全球治理体系朝着更加公平合理的方向发展。全球治理中的一个重要方面就是国际货币与金融体系新秩序的建立。全面提升中国在全球货币与金融治理中的影响力，对改善全球治理至关重要。这其中，以人民币国际化为核心，重塑全球国际货币体系与金融体系，是改善全球治理的重要一环。

人民币国际化：国际货币治理新机制

经济与金融全球化日益深化、全球经济朝着多元化方向发展和全球外汇储备大幅增长，正在深刻地改变既有国际货币体系的基础，加剧了原有系统的内在不稳定性。单一主权货币主导的国际货币体系越来越不能适应全球经济格局的变动，它自身就具有越来越不稳定的内在因素。因此，顺应全球经济、贸易与投资多极化发展的格局而多元化，是改善国际货币治理机制的重要途径。尤其是，2008年美国次贷危机引发的全球金融危机，使人们越来越痛切地认识到，造成这次危机的主要根源，在于以美元为主导的国际货币体系导致的全球经济失衡，因此，需要改革以美元为主导的国际货币体系，促使其多元化，重建国际货币金融新秩序。在全球经济格局多极化的同时，处于现行国际货币体系外围地

位、同时又在全球经济中越来越具有举足轻重地位的“不成熟债权人”国家，对于实现国际货币体系多元化的呼声日益高涨。2009年6月16日“金砖四国”峰会就发表联合声明：“我们强烈认为应建立一个稳定的、可预期的、更加多元化的国际货币体系。”

但是，未来国际货币体系到底朝着什么方向演变，在理论上的看法并不一致。20世纪80年代初，理查德·库珀就曾设想过国际货币大同世界。但国际货币体系与库珀的设想相去甚远。周小川行长于2008年提出了与库珀相似但又有区别的国际货币改革的构想，即建立超主权储备货币。他认为，超主权储备货币可以克服主权货币的缺陷，IMF的特别提款权具有超主权货币的特质，可以改革特别提款权，使之成为超主权储备货币。由IMF集中管理成员国的部分储备，有利于增强国际社会应对危机、维护国际货币金融体系稳定的职能。但鉴于建立超主权储备货币不具备现实可行性，也不能顺应全球经济格局多元化对货币多元化的需求，中国政府并未正式表示要建立超主权储备货币，而是采取多方面的措施推进或强调国际货币体系的多元化。2009年6月“金砖四国”峰会期间，时任国家主席胡锦涛就强调，要推动完善国际货币体系，健全储备货币发行调控机制，稳步推进国际货币体系多元化。从中国的利益和立场出发，推进人民币的国际化是实现未来国际货币多元化的必要选择，当然也顺应了国际经济发展的新变化。

人民币国际化的进程，大致可以从地域渐进性或功能扩展两个方面来考察。就人民币的地域影响而言，应是从周边到区域再到全球化的过程。这样一个过程，大致与中国贸易的地区结构相呼应。例如，中国虽然总体上是年年有大量的贸易顺差，但中国对亚洲地区，尤其是对东北亚和东盟国家有较大的逆差。中国商务部数据显示，2004年至2015年，中国对亚洲其他国家和地区（不包括中国香港、台湾和澳门）一直保持贸易逆差。2009年，中国又对一些东盟国家实行了零关税，进一步推动了中国与东盟之间贸易与投资便利化。这就使得周边国家客观上对人民币的交易需求会有所增长。从职能上讲，作为国际货币，它只不过是货

币的基本职能在使用地理范围上的扩大和深化，就此而论，人民币国际化首先必须取得货币作为国际经济交易的价值尺度、交易媒介及支付手段的职能，再更大程度地发挥其作为价值贮藏的职能。自然地，人民币的国际化，也当是从结算货币到投资货币和储备货币过渡的渐进过程。应当强调的是，由于货币的职能并不是在物理上可分的，因而人民币职能国际化的过程，也并不是截然分离的几个阶段。

从中国所采取的措施来看，大致遵循着以下顺序安排。

首先，中国已与越南、蒙古、老挝、尼泊尔、俄罗斯、吉尔吉斯斯坦、朝鲜和哈萨克斯坦等多个国家中央银行签署了边境贸易本币结算协定。随着中国与周边国家和地区的贸易量不断增长，将本币结算从双边贸易扩展到一般国际贸易的需求不断增加。2008年12月，中国对广东和长三角地区与港澳地区、广西和云南与东盟的货物贸易进行人民币结算试点。2009年4月，在上海、广州、深圳、珠海、东莞开展跨境贸易人民币结算试点，人民币结算由此前仅限于边贸领域开始向一般国际贸易拓展。2011年，跨境人民币结算试点就扩大至全国，到2012年6月，境内所有从事货物贸易、服务贸易及其他经常项目交易的企业均可选择以人民币进行计价结算。这一系列举措，让人民币在2014年就已取代欧元，成为中国第二大跨境贸易支付货币，是时，人民币跨境收支占全部本外币跨境收支的比重已接近25%，其中货物贸易进出口的人民币结算比重超过15%。

其次，在2008年底次贷危机向全球金融危机扩散之际，中国推出了货币互换，先后与韩国、中国香港、马来西亚、白俄罗斯、印度尼西亚和阿根廷等国家（地区）的中央银行签署了双边本币互换协议（货币互换），使其成为增强地区流动性互助能力的重要手段。在中国人民银行与有关央行/货币当局签署的系列本币互换协议中，支持互换资金用于贸易融资，央行通过互换将得到的对方货币注入本国金融体系，使得本国商业机构可以借到对方货币，用于支付从对方的进口商品。这样，在

双边贸易中出口企业可收到本币计值的货款，可以有效规避汇率风险、降低汇兑费用；在金融危机的形势下，可推动双边贸易及直接投资，并促进经济增长。

第三，2007年6月，中国开始推动境内金融机构在境外（香港特别行政区）发行人民币债券。是年，国开行就在香港发行了人民币债券，两年后，中国财政部在香港特别行政区发行了60亿元人民币国债；2014年，英国成为首个发行人民币计值的主权债券的西方国家。在境外发行人民币计值债权，有利于推动人民币国际化的进程，促进离岸人民币业务的发展，推动人民币在周边国家和地区的结算和流通，增强人民币的国际价值贮藏功能。

表13.1 SWIFT国际支付货币排名

2012年1月			2014年12月			2015年12月		
货币	排名	占比（%）	货币	排名	占比（%）	货币	排名	占比（%）
美元	1	45.7	美元	1	44.6	美元	1	43.9
欧元	2	17.2	欧元	2	28.3	欧元	2	29.4
日元	3	6.5	英镑	3	7.9	英镑	3	8.4
英镑	4	5.8	日元	4	2.7	日元	4	2.8
澳元	5	3.8	**人民币**	**5**	**2.2**	**人民币**	**5**	**2.3**
瑞士法郎	6	2.7	加元	6	1.9	加元	6	1.7
加元	7	2.4	澳元	7	1.8	瑞士法郎	7	1.6
人民币	**11**	**0.9**	瑞士法郎	8	1.4	澳元	8	1.5

资料来源：SWIFT RMB Tracker，2012年1月、2014年12月和2015年12月

第四，2015年，央行完全向境外央行、主权财富基金和国际金融组织开放了中国债券市场。核心主要内容包括两个方面：（1）市场准入由审批制简化为备案制，境外央行、国际金融组织、主权财富基金这三类机构通过备案即可运用人民币投资中国银行间市场；（2）取消投资额度限制，参与的境外机构可自主决定投资规模。央行此举是推进人民币国际化的重要举措。银行间债券市场开放的对象为境外央行、国际金融组织和主权财富基金，表明央行在推进人民币国际化方面，正式从贸易计价与结算货币向储备货币推进。实际上，在2014年10月，央行副行长胡晓炼就曾表示，人民币已成为第七大储备货币。随着债券市场的开放，央行在推进人民币从计价结算货币向国际储备货币的演进，人民币的国际储备地位会进一步提升。

人民币入篮SDR：国际货币治理机制的新里程

人民币国际化的重要成果之一，就是2015年IMF正式接纳人民币成为该机构特别提款权（SDR）的篮子货币之一。自此，SDR的篮子货币不仅包含美元、欧元、英镑、日元四种发达经济体主权货币，也包含了中国这个最大发展中国家的主权货币。这意味着，国际货币体系的治理机制翻开了历史的新一页，是国际货币治理机制的新里程。无论对人民币和SDR本身，还是对国际货币体系的发展而言，这都具有重要意义。

人民币入篮**SDR**是顺应全球经济格局变化的必然要求

人民币加入SDR，既是IMF的热切愿望，也是中国自身的诉求，更是顺应全球经济、贸易与资本格局变动的必然结果。习近平总书记2015年在访美期间曾表示，改革和完善国际货币体系，并不是要另起炉灶；

央行副行长易纲也表示，中国参与全球经济治理并不是要去“拆庙”。人民币入篮SDR可以在现行国际货币体系的“炉”或“庙”里来完善它。IMF总裁拉加德早前就曾宣称，人民币会成为SDR的一部分。这表明，IMF也希望SDR的篮子货币能更真实地反映全球经济格局的新变化。毕竟，中国已是对全球具有重要影响的经济体。五年一次的SDR篮子货币的调整目的，就是要使它能够更好地反映一国货币在全球贸易与金融体系中的相对重要性。基于此，入篮SDR必须要满足“主要贸易国”和“自由使用”两项极高的标准。前者是指，货币发行国（经济体）是全球四大商品和服务出口地之一；后者则是指该货币在国际交易支付中广泛使用并在全球主要外汇市场中广泛交易。

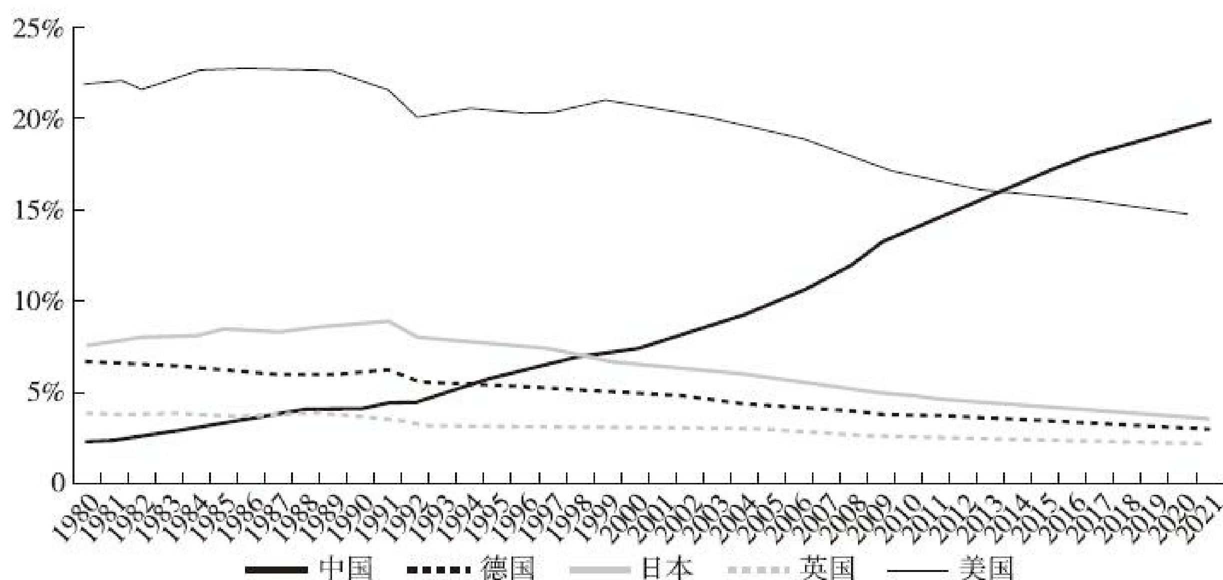


图13.1 按购买力平价计算的各国GDP占全球的份额

资料来源：IMF

根据IMF的估计，按购买力平价计算的GDP，2015年中国占全球的份额已达到了17.082%，而在1980年时，中国该份额仅为2.32%；它还预计，2021年中国份额将进一步上升至19.76%。与中国不断上升的全球GDP份额相反，美国份额却在不断下降。1980年时，美国按购买力平价计算的GDP占全球的份额达21.927%，将近中国的10倍，而到2015年，

美国的份额则降至15.809%，已经略低于中国的水平。根据IMF的预计，美国到2021年的份额将进一步下降至14.617%，将比中国低5.143个百分点；届时，中国的产出占全球的份额更是远高于德国、英国和日本的份额。在对外贸易方面，据WTO统计，1983年中国的进口占全球的份额仅为1.1%，2015年则上升至10.1%，同期美国份额则从14.3%下降至13.8%；中国的出口份额从1.2%上升至13.8%，美国的份额则从11.1%下降至9.1%，德国和日本在2015年的出口份额分别为8.1%和3.8%。中国已成为全球第一大出口国和第二大进口国。

随着中国经济全球份额的上升，中国又已成为全球第一大贸易国，人民币在全球的使用范围也随之得到了极大的发展。根据SWIFT（环球同业银行金融电讯协会）在2015年10月6日发布的数据，2015年8月，全球贸易各大货币结算份额中，人民币占2.79％，超过日元（2.76％），仅次于美元、欧元和英镑。不经意间，人民币已成为“第四大国际货币”。人民币参与贸易计价与结算后，以中国为中心的供应链扩大到了整个亚洲，在贸易结算中使用人民币的企业日益增多。同时，银行用来担保贸易支付的信用证发行金额中，2015年1月至8月，人民币累计占比为9.1%，已然超过了欧元（6.1%）和日元（1.8%）。虽然较美元80.1%的份额差距较大，但在短短数年间，就已跃升全球第二的位置。再者，近年来，中国金融市场对外开放的步伐明显加快，也不断推进了人民币汇率机制市场化，2015年8月中旬的人民币汇率中间价改革，就曾被人们解读为央行为入篮做准备。我们固然不能简单地把中国过去人民币可兑换与汇率机制改革的目标，界定为使人民币加入SDR的篮子货币，但已有的改革得到了IMF的认可，是不争的事实。

因此，人民币入篮SDR既是过去中国经济发展深刻改变全球经济格局的结果，也是中国金融体系改革与开放得到外部世界认可的结果。

入篮SDR并非人民币国际化的终极目标

人民币成功入篮并非人民币国际化的最终目标，只是人民币国际化进程中的中途站之一。我们需要强调，尽管人民币入篮SDR是可以载入国际货币体系史的重大事件之一，但国际贸易与金融体系中对人民币国际化需求的增加，并不是源于人民币入篮SDR。更直白地说，入篮SDR并不会从根本上提升人民币的国际货币地位。

先看前者。国际上对人民币需求增加，姑且不论中国的对外贸易的重要影响，单说国外对人民币资产需求就可见一斑了。以2015年10月中国央行在伦敦成功发行50亿元人民币1年期央票为例。此次发行获得了300亿元人民币的认购，其中，美国和欧洲投资者合计占到49%，亚洲投资者购得其余51%的份额；分机构看，银行占到47%，央行/公共部门38%，基金管理公司14%，私人银行1%。多元化机构的超额认购，表明人民币资产日益受到国际金融市场的青睐。

这并不是孤例，也并非偶然。它充分表明，人民币资产越来越成为全球机构的配置对象。究其原因，无外乎：首先，在2008年的全球金融危机之后，发达经济体陷入长期的超低利率，不能自拔，在量化宽松货币政策环境里，国外的央行/公共部门和机构投资者，数年来一直受困于资产配置荒，它们迫切需要寻求收益率相对较高、风险又相对较低的资产配置。其次，虽然进入新常态的中国经济出现了长期下降的趋势，但依然是全球经济最重要的增长极；改革开放以来，中国虽然经历过多次全球金融危机的冲击，国内金融体系甚至数度出现系统性金融风险暴露的山雨欲来之感，但中国总能果断采取多方面的措施化险为夷，赢得了境外投资者对人民币资产的信任和安全感。正在走向成熟和开放的中国金融市场，正不断切合着它们的资产配置需求和愿望。

因此，国际贸易与金融体系对人民币国际化本身就具有强大的内生性需求。这根本源于中国已成为全球经济增长的重要一极，成为全球金融体系重要的稳定力量，源于中国以更加开放、务实和包容的心态融入全球经济金融体系之中，源于其他国家与国际组织对中国力求改善全球

经济与金融体系治理机制的高度认可。这些成就，倒是在加入SDR之前就已经取得的。在这个意义上，与其说入篮SDR标志着人民币正式成为国际货币，倒不如说，它是对已在一定程度上成为国际货币的事实的追认，不过是追加应有的名分罢了。

那么，人民币入篮是否会极大地提升其国际货币的地位呢？或者像更乐观的评论者所说的，人民币一入篮就成为国际货币了呢？

这可以从美元、英镑和日元的国际化进程中看出端倪。此前，IMF特别提款权的篮子货币主要由美元、欧元、英镑和日元构成。早在19世纪和20世纪大萧条金本位崩溃之前，英镑就曾是国际货币的主导者。随着古典金本位和英国殖民贸易体系的崩溃，美元逐渐取代英镑成为最重要的国际货币。美元这一地位的取得，因布雷顿森林体系而得到了巩固和强化。在布雷顿森林体系下，美元作为国际货币的中心，却在20世纪60年代出现了美元荒。为了缓解该体系中为维持固定汇率的美元国际储备不足，IMF才于1969年创设了SDR，作为补充性国际储备资产。可以说，SDR的创设初衷，就是让它在一定程度上像美元那样发挥国际储备的功能，它的作用越大，美元在国际货币体系中的地位和作用就会越弱。然而，事实相反，随着固定汇率制逐渐走向浮动汇率制，SDR创设之后，就一直是个摆设，在国际货币体系中发挥的作用微乎其微。

这是因为，SDR的机制设计注定了它根本无法像美元那样成为重要的国际货币。它只能极其有限地充当储备资产，充当IMF和其他一些国际组织的计账单位。SDR既不是货币，也不是对IMF的要求权，只是自由使用IMF成员国货币的潜在请求权。相对于主权储备货币而言，SDR总量非常少，IMF分配的SDR累计也仅为3180亿美元。2015年9月，IMF各成员国的SDR配额相当于2800亿美元，但全球储备资产规模约为11.3万亿美元。可见，SDR实际上很难真正发挥储备货币应有的功能。无论是亚洲金融危机还是欧洲主权债务危机中，IMF都没能以SDR向危机国家提供必要的流动性援助。在2008年，中国人民银行行长周小川就曾设

想将SDR改造成为超主权储备货币，但这只是无法实现的一个愿景，因为IMF无法通过SDR提供足够的高流动性资产，以使其发挥国际价值贮藏的作用。更何况，SDR的持有者仅为各国政府，并不能作为全球私人部门的贸易与资本的计价与结算货币，更无法发挥国际价值储藏的功能，这就极大地制约了SDR的使用主体和范围。它并不是像人民币或美元那样看得见、摸得着的财富的象征，它与老百姓的生活、企业的交易和投资无涉。

国内有学者认为，加入SDR，人民币就一跃成为国际货币了。这无疑是盲目乐观了。若货币当局也这样认为，对人民币国际化反倒是一个危险的信号。英镑在古典金本位时期就成为全球最重要的国际货币；在SDR创设之前，美元也已经取得了国际货币的主导地位。英镑和美元的国际货币地位的取得，显然并不是拜它们加入SDR所赐。虽然日元早在20世纪70年代初就成了SDR的篮子货币，日本政府也曾雄心勃勃地推动日元国际化，但现在公认的事实是，日元国际化"失败"了，它有国际货币之名，而无国际货币之实。至少，它在国际货币体系中的地位与影响，与当初日本政府所期盼的相去甚远。而且，日元过去国际化的失败也不能成为其往后的"成功之母"，虽然日元仍保留了SDR篮子货币的角色，但日元国际化也根本无法藉此"咸鱼翻身"。

英镑曾经作为国际储备货币的取得与丧失，美元的国际货币地位的确立与巩固，日元国际化的失败，都足以说明，一国货币是否加入SDR，不是其成为国际货币与否的重要条件或根本条件。虽然人民币已成为SDR的篮子货币，但并不意味着人民币在国际贸易与资本流动中计价、结算与价值储藏地位的根本提升，也不是境外投资者持有人民币资产（债券）的先决条件，指望加入SDR，就在一夜之间改变国际货币格局，不过是不切实际的幻想。人民币要在国际货币体系中发挥更大的作用，取得更重要的储备货币的国际地位，功夫在SDR之外。我们不能因人民币入篮SDR而有一种征服感，否则，反倒会一叶障目，忽视了进一步推进人民币国际化所需的更根本的技术与制度创新。人民币国际化仍

需努力。

入篮后的人民币国际化：力道应往哪里使？

综上所述，人民币入篮SDR既不是它成为国际货币的充分条件，也不是必要条件。在人民币已成为SDR篮子货币的一员时，若要想让人民币在国际货币体系中发挥更大的作用，中国应该将更多精力放在有序推进资本账户开放、国内债券市场的深度发展、健全宏观经济及其治理、大幅增加黄金储备使人民币摆脱“美元影子”化等方面。

首先，谨慎有序地推进资本账户的进一步开放和完善对人民币汇率的市场化干预。尽管中国资本账户的开放取得了非常积极的进展，但中国金融账户的诸多方面依然存在管制。人民币不可自由兑换，这使得境外资本配置于人民币资产时面临难以逾越的额度控制，在人民币资产与其他货币资产配置之间转换时又存在一定的摩擦。作为资本账户开放的过渡性安排，中国虽在不断增加QFII和QDII的额度，但相对于中国庞大的金融资产总量而言，占比微不足道；已经推出的沪港通和即将推出的深港通，额度都极其有限。经过十余年的发展，QFII的投资额度也仅为736.14亿美元。这并不是因为国外没有对人民币资产的需求，而是因为，中国的资本管制截断了它们进入中国金融市场的渠道，也使得它们一旦需要退出中国金融市场时面临诸多梗阻。换言之，人民币要取得国际储备货币地位，就需要中国实施更加市场化的开放金融体制，尤其是加快资本账户开放的进程，降低国际资本配置于人民币资产时的制度摩擦和交易成本，降低其货币转换的制度风险。

习近平总书记提出了“人类命运共同体”的构想，这就意味着，中国需要与全球经济金融更好、更深地融合，不仅需要基础设施互联互通，还要建设互联互通、开放包容的金融体系，使中国的资本市场不仅是国内储蓄配置的场所，也要成为全球资源的配置场所。谨慎有序地推进金融市场的对外开放，是让中国金融市场在人类命运共同体中发挥应有积

极作用的必要条件，也是人民币国际化的重要制度基础。这其中，债券市场的开放是重中之重。我们将在下一节分析债券市场开放在人民币国际化与全球金融新治理机制中的重要性。

除此之外，在推进人民币汇率机制进一步市场化的同时，应完善央行对人民币汇率的市场化干预手段，以避免人民币汇率在短期内过于剧烈地波动，并降低境外机构配置于人民币资产时的货币错配和汇率折算风险。

其次，增加黄金储备将成为人民币信心的稳定器。历史上，英国是第一个将本国货币推广为全球货币的国家，在这一过程中，英国也是全球黄金储备最多的国家之一。最初，英镑因其含金量极高，甚至被称为“金镑”，这对国际化初期提升外界对英镑币值的信心起到了重要作用。与之类似，美国在“二战”后能够确保美元自由兑换和全球第一储备货币地位，既因其全球第一的经济实力，也因其持有了世界40%的黄金储备。

但是，20世纪60年代美元危机的历史告诉我们，对一个国际地位还不稳固的国际货币而言，当其外汇储备（或黄金储备）存量低于其海外本币存量时，就可能引发外国居民对将本币兑换为硬通货的能力产生担忧，带来货币危机的潜在风险。1960年，外国官方所持的美元余额超过了美国所持黄金储备，市场认为美国无力维持35美元/盎司黄金美元平价，开始疯狂抛售美元、买入黄金，引发了美元危机。这充分证明，在本币国际地位还不稳固的国际化进程中，充足的国际储备（当时是黄金储备）是极其重要的。

对人民币而言，增加黄金储备，可以使人民币摆脱“美元影子”化。资本账户开放会加速人民币的去“美元影子”化。过去学界有一种说法，人民币是“美元本位”，这并不确切。与其说是美元本位，毋宁说是“美元影子本位”。毕竟，人民币持有者不能将其自由地兑换为美元，人民币兑其他货币的汇率随美元汇率的变化亦步亦趋，美元汇率走到哪里，

人民币就跟到哪里。人民币的国际化及其取得储备货币地位，首当其冲就是要去“美元影子”化，使其在国际货币中成为独立的货币。这就意味着，央行资产结构的调整、货币供给机制的变化及其相应的货币政策自主性的增强，对提高人民币国际化和取得储备货币地位有重要的影响。近几年来，尽管中国依然有大量贸易顺差、FDI的资本流入，但央行外汇占款还有所减少，都表明人民币正在去“美元影子”化。更加频繁的资本双向流动、藏汇于民不断增长，都反映了中国资本账户开放进程的加快，都将促进人民币发挥储备货币职能。当然，去“美元影子”化还需要提高人民币汇率的独立性。2015年8月11日，央行改革了汇率的中间价形成机制，但汇率浮动的区间仍然受到较严的限制，加入SDR后人民币汇率要摆脱美元汇率的影子，就需要进一步扩大人民币汇率的浮动区间，完善央行的市场化汇率干预机制。

在去“美元影子”化的过程中，大规模地增加黄金储备对提高人民币的信心是大有裨益的。尽管现在的国际货币体系中，主权货币不再与黄金挂钩，但黄金仍然有重要的影响，它没有刻上“主权”的烙印，具有通用的货币与资产属性。虽然有时我们会说“信心比黄金重要”，但对国际货币而言，充足的黄金储备本身就构成了信心的一部分。今天的美元能够取得国际货币主导权，虽有网络外部性的作用，但与美联储过去持有的巨额黄金储备不无关联。黄金是最好的超主权储备货币。然而，中国的黄金储备占央行总资产的比重极低，到2015年12月底，中国的黄金储备仅为2329.53亿元，占央行总资产的比重仅为0.73%。为了推进人民币国际化，应当利用近年来国际黄金价格低迷的有利时机增持黄金储备，提高黄金储备量在央行资产中的比重，这样可以达到既增强境外投资者对人民币的信心、又减轻美元资产对人民币制约的双重功效。

表13.2 国外持有的美国各类证券 （单位：10亿美元）

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
长期证券	9136	9463	8492	9736	11561	12451	13532	15539
股票	3130	2969	2252	2814	3830	4237	5070	6356
债务	6007	6494	6240	6921	7731	8213	8462	9183
其中：国债	1965	2211	2604	3343	4049	4673	4916	5382
机构债	1304	1464	1196	1086	1031	991	874	827
公司债	2738	2820	2440	2493	2651	2549	2672	2974
短期债务证券	635	858	1149	956	878	811	878	878
其中：国债	229	379	862	743	658	637	679	633
机构债	109	174	90	61	43	29	25	42
公司债	297	306	197	152	177	145	173	203
国外持有总量	9772	10322	9641	10691	12440	13261	14410	16417

资料来源：美国财政部

第三，人民币要发挥国际储备货币的功能，就需要有发达、开放的债券市场。若没有发达的、具有良好深度的国债或其他流动性良好的债券市场，一国货币就不能很好地履行国际储备货币的职能。

这有美国克林顿时期的前车之鉴。当年，克林顿政府借助新经济的东风实现了美国的财政盈余，导致美国国债减少，结果给包括中国在内的外汇储备投资带来了不少麻烦。在那之后，全球外汇储备的增长就一直伴随着美国国债余额的扩张。美国财政部统计，2007年至2015年间，国外持有的美国有价证券的量大幅上升，到2015年6月，国外持有的美国长期证券总量达到了约16.20万亿美元，较2007年的9.136万亿美元增

长了7万多亿美元；其中，长期国债持有量达到了5.45万亿美元，较2007年的1.97万亿美元大幅增加3.49万亿美元。进一步看，2007年至2014年间，国外部门持有的美国长期国债占美国长期国债余额的比重，一直高于50%。至2015年6月，该比例微幅下降至48.2%。

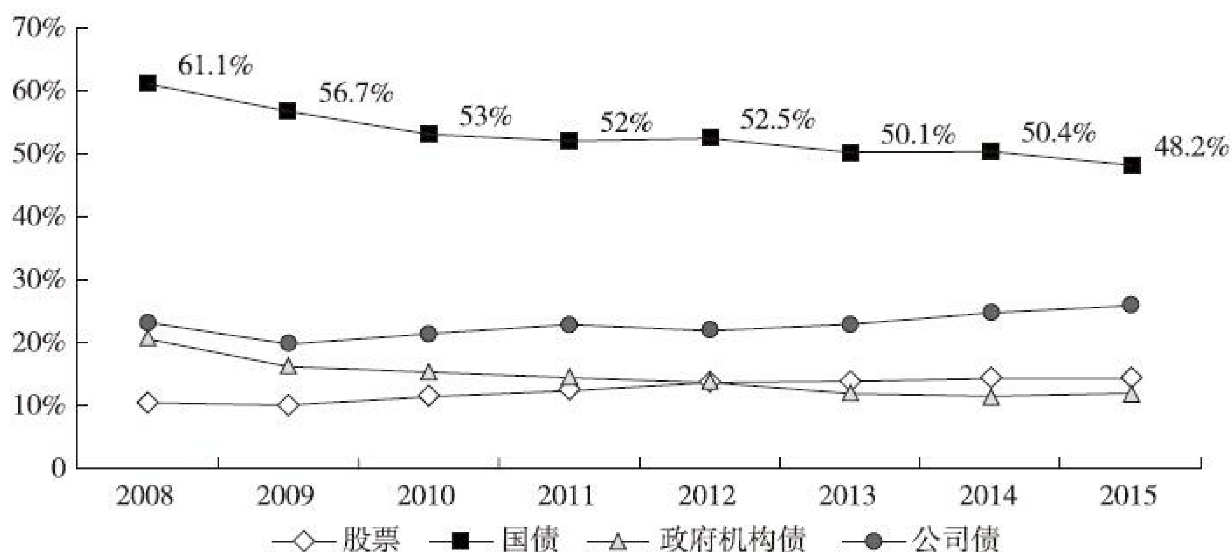


图13.2 国外部门持有的美国各类证券占未清偿余额的比重

资料来源：美国财政部

欧元区的经历也说明了一个有深度的高品质主权债券对一国（地区）货币发挥国际储备货币有多么重要。欧元的建立并没有动摇美元或取得与之相匹配的国际货币地位，重要原因之一就在于，虽然欧元区有统一的债券，但无统一的主权债券。像德国、法国这些经济状况、主权债券信用相对良好的国家，政府债券与GDP之比较低。德国在2015年末其政府债券余额与GDP之比仅为51.8%，法国的该比率为80.7%。而其他国家，如意大利，其政府债券与GDP之比达到了111.4%；2015年6月末，希腊政府合并债务与GDP之比达到了173.7%，但其政府的偿付能力差、信用品质低，无法满足储备货币对主权债券的流动性和安全性的需要。总之，欧元区的主权债券的深度不理想，而且品质分化，不足以支持欧元大幅度提升其国际货币的地位。

这表明，国债在一国货币发挥国际储备货币的职能中具有举足轻重的作用，因为巨额的储备资产需要安全性和流动性都极好的投资，唯有可靠的政府发行的债券能够满足这个要求。

可见人民币国际化的新阶段对中国债券市场发展提出了新的要求。到2016年6月末，中国未清偿债券余额已达到了575605亿元，在2000年时仅为26518.5亿元；相应地，债券余额与GDP之比也从2000年的26.58%上升到了80%左右。这表明，中国债券市场得以不断深化。但储备货币要求的高安全性、高流动性的国债余额较小，6月末的国债余额仅为111736亿元；即便包括政策性银行在内的金融债券可视为政府机构债券，有比较好的安全性和流动性，足以满足境外投资者对资产流动性与营利性的要求，其规模也仅为153934亿元。而作为储备货币，恰恰需要有高品质债券作为国际价值的贮藏所。相对于其他发达经济体的债券市场而言，中国债券市场仍然比较缺乏应有的深度、规模有限，尚难以承接大规模的国际投资者的债券配置需求。

要让人民币发挥国际储备货币的职能，就要进一步发展中国的债券市场，尤其是政府债券或高信用级别的政府机构（金融）债券市场。李克强总理在2015年的《政府工作报告》中指出，要扩大债券发行规模，虽其要义更多指向企业债券，但也应当包含逐步扩大中国政府债券的发行规模、丰富政府债券的期限结构、完善政府债券的收益率曲线。2015年11月以来，为了应对人民币加入SDR的新要求，财政部发行了数只三个月和半年期的短期政府债券，显得仓促。为了配合人民币入篮后的国际化，应对政府债券的期限结构（包括发行与剩余期限）安排、债券的深度和发行节奏，有更统筹的考虑。

第四，切实的市场化改革与创新对人民币国际化的最终成功至为关键。稳健的宏观经济和金融有助于增强国际投资者对人民币的信心，扩展其储备功能。人民币成为SDR的篮子货币，有助于增强境外投资者对人民币的信心，但这只是信心中不那么重要的外在条件。曾有人说，加

入SDR就相当于IMF为人民币国际化背书，这就像2015年上半年有人认为“改革”和“国家”为股票“牛市”背书一样，不仅是非常不可靠的，事实证明也是极其荒诞无稽的。对人民币的背书，不在别的，而在中国健全的经济发展和创新之上打造出来的健康的金融体系与坚挺的人民币自身。没有任何国家经济萎靡、货币动荡、金融风险频发而能取得国际货币的地位。反面教材同样是日元，泡沫经济破灭后的日本经济一蹶不振，直接击碎了日本人日元国际化的美梦。宏观经济不稳定会导致汇率的剧烈波动，也会导致国内金融资产价格的巨大波动和风险，降低该国货币作为国际储备货币的吸引力，国际投资者也不会信任经济不稳定、灵活性差、难以自我恢复的国家的金融资产。这正是欧元仍难以取得与美元相匹敌的储备货币地位的重要原因。

那么，什么力量能够铸造稳健的宏观经济与金融体系呢？答案是切切实实的市场化改革与创新，它可以提高经济的灵活性和自我复原的韧性，是造就健全金融体系的重要制度保障与经济支撑。新常态下的中国经济再也无法通过过度刺激投资来实现高增长了，因此，十八届五中全会提出了“供给侧”改革。所谓供给侧，最基本的仍在于市场化改革和创新。市场化是机制的根本性转变，而创新既包括组织的创新，也包括利用新工业革命的契机实现技术与产品的创新和升级。唯有如此，中国经济才能提升在全球体系中的竞争力。在金融领域，鼓励发展多种所有制形式的金融机构，强化市场对金融机构经营不当的及时校正功能，打破（地方）政府对金融机构资产配置的任何有形的或无形的、直接的或间接的干预。当然，市场化仍然需要发挥好政府的作用，政府在敬畏市场、尊重市场的前提下，守住不发生系统性金融风险的底线，对境外机构持有人民币资产的信心是非常重要的。总之，经济新常态下的政府稳增长、简政放权下的市场化改革，不仅是国内的需要，也是人民币进一步国际化的需要，这比是否是SDR的篮子货币更为根本。

债券市场开放对参与全球治理的重要性

债券市场开放是参与全球治理的重要条件

正如前文所述，人民币从计价货币向价值贮藏货币的功能提升，对债券市场的发展和对外开放提出了新的更高要求。若没有发达的、具有良好深度的国债或其他流动性良好的债券市场，一国货币就不能很好地履行国际储备货币的职能。同时，随着中国经济总量的增长、创新能力的提升和中国金融开放与市场化的深化，中国经济与金融对全球体系的影响力也得到了大幅提高，这极大地提升了中国在全球经济与金融体系治理中的影响力。亚洲基础设施投资银行的倡议得到包括英国、德国和法国在内的发达国家的积极响应，金砖银行落户于上海，人民币入篮SDR等，都说明中国在国际经济与金融治理中的影响力与日俱增。

就金融面而言，中国参与全球经济治理及影响力的上升，主要体现在以下几个方面：第一，中国在全球金融秩序与规则制定中的话语权上升，中国的价值观得到越来越多的国家的认同和接受。第二，中国金融政策对全球经济与金融市场的影响力不断上升，尤其是应对全球或地区金融动荡时，中国的作用日益上升。第三，中国成为全球资本配置的重要场所，不仅为全球剩余资本提供具有安全边际的收益，也成为它们的避风港。在一些发达经济体陷入较长时间经济增长停滞、长期低利率乃至负利率的窘境之时，中国具有深度和广度、收益率相对高的债券市场，实际上对国际资本具有相当强的吸引力，这为我国债券市场的对外开放、吸引国际投资者提供了难得的历史机遇。第四，人民币的国际化程度大幅提高，人民币成为国际资本配置的重要基准货币。应当说，这四个方面是相辅相成而不是割裂的，任何一方的发展都有助于其他三个方面的发展。

一个有深度、开放包容的债券市场显然有助于从以上四个方面提升中国参与全球经济治理的能力。债券市场的发展和开放，有助于人民币从国际贸易中的交易媒介、计价结算货币，向价值贮藏货币的转变，并因而顺理成章地，债券市场也成为全球资本配置的重要场所，加速中国

金融市场与全球市场的融合。如此一来，中国宏观经济政策的变化首先传导到中国债券市场的收益率和境外机构投资于中国债券市场的回报率，它们依据债券回报率的变化而调整资产组合就不可避免地影响其他国家的资产收益率，经过这一渠道和机制，中国宏观经济政策的变化对其他经济的影响力就会大大提升。这一积极变化，又将提升中国在全球多边金融机构、多边对话中的话语权。由此看来，债券市场的对外开放，比股票市场的对外开放对提升一国在全球经济治理中的地位要高得多。

中国债券市场对外开放的进展与发展

近年来，中国债券市场对外开放在不断深化。为了让人民币逐渐成为国际储备货币，过去十余年里，中国也一直在渐进地向境外投资者开放中国的债券市场。中国现有200多家包括境外央行或货币当局、国际金融机构、主权财富基金、人民币业务清算行、跨境贸易人民币结算境外参加行、境外保险机构、RQFII（人民币合格境外机构投资者）和QFII等在内的境外机构获准进入中国银行间债券市场。到2016年5月末，境外机构在境内持有的人民币债券余额达到了5454亿元。

2015年7月，中国人民银行再次扩大了中国债券市场的对外开放度，境外央行、国际金融组织、主权财富基金这三类机构通过备案即可运用人民币投资中国银行间市场；大幅拓展投资范围，从仅限于债券现券交易拓展至债券现券、债券回购、债券借贷，以及债券远期、利率互换、远期利率协议等衍生产品；取消投资额度限制，参与的境外机构可自主决定投资规模。这既是中国债券市场对外开放和国际化的重要举措，也标志着人民币的国际化从过去单向推进计价与结算功能，迈向计价与结算、储备货币双向推进的新阶段。但诸如此类的措施，都是着眼于人民币债券在岸市场的储备功能。

继央行取消境外央行、主权财富基金和国际金融组织投资于中国银

行间债券市场的额度控制之后，2016年2月，央行就决定进一步放开境外机构投资者投资于银行间债券市场，主要体现在三个方面：引入更多境外机构投资者、取消额度限制、简化管理流程。此次开放扩大了参与中国银行间债券市场的机构范围，在境外依法注册成立的商业银行、保险公司、证券公司、基金管理公司及其他资产管理机构等机构及它们依法合规面向客户发行的投资产品，其他中长期机构投资者（养老基金、慈善基金、捐赠基金等），均可投资银行间债券市场。它们在投资于中国银行间债券市场时采用备案制，在事先自行确定的额度和期限内进行投资。相对于仍受额度控制的QFII和RQFII而言，这是我国继2015年取消对境外央行、主权财富基金等投资于银行间债券市场额度控制后的更大程度的开放。在向境外央行、主权财富基金、商业银行、证券公司和保险公司等放开额度控制后，接下来中国债券市场可能很快放开对QFII和RQFII的额度控制。

离岸债券市场也在积极发展，以在更大范围内提升人民币国际价值贮藏功能。离岸市场中，仅在伦敦交易所挂牌的人民币债券约有34支，规模约为233亿元。据彭博数据显示，2015年11月末离岸人民币债券市场整体规模已达约5500亿元。2015年10月，央行在伦敦发行50亿元的人民币债券，就是中国在推进人民币从贸易的计价、结算货币，向金融资产的定值和储备迈进的既定步骤。

尽管中国债券市场对外开放取得了积极进展，境外央行、主权财富基金和国际金融组织投资于银行间债券市场不再受额度限制，但债券市场的对外开放同时也是中国资本账户开放的一部分，因此，它必须与资本账户开放的总体进程、人民币汇率机制的改革紧密地协调配合。总体而言，可从以下几个方面进一步推进中国债券市场的开放。

第一，扩大参与者的范围。目前，可以参与中国银行间债券市场的境外机构分为：包括境外央行、人民币清算行和人民币业务参加行三类机构，商业银行、证券公司和保险公司等机构投资者，QFII和RQFII等

机构投资者。随着资本账户开放进程的加快，中国债券市场应逐步对境外非金融机构甚至个人开放。

第二，逐步扩大QFII和RQFII等机构投资者的债券投资额度乃至完全取消额度控制。当然，QFII与RQFII本身就是资本账户开放进程中的过渡期安排，随着中国债券市场和资本账户开放的深化，QFII和RQFII也将走向终结，那就意味着中国资本账户基本实现了完全可兑换。

第三，扩大债券投资者的品种范围，让境外机构投资者有更多可选择的债券投资和风险对冲的品种，这就需要进一步丰富中国债券市场的品种结构，尤其是应当进一步发展国债市场。

第四，债券发行方面的开放。允许更多境外重要机构发行人民币计值的债券，同时也允许国内的主要机构和企业在境外发行以人民币计值的债券，或者拥有计价货币的自由选择权。

第五，债券市场的开放与资本账户的开放应该统筹协调地安排，向境外投资者提供明确而稳定的预期：中国资本账户的开放会朝着市场化的方向稳步推进，不会走资本管制的回头路。现在，境外机构对中国资本账户开放存在一些疑虑，它们在选择投资于中国债券时难免瞻前顾后，担心在退出中国市场时会受到重重非市场性的障碍和阻力。鉴于此，债券市场的开放与资本账户的开放应当统筹安排，需要增强境外机构对中国资本账户开放的预期和信心。

债市开放过程应注意防范风险

总体而论，中国对债券市场的开放采取了渐进式的策略，较好地控制了债市开放可能带来的经济金融风险，因此，到目前为止，中国金融体系并未因债市开放而带来不利的影响。但正如前述，诸多境外机构对中国资本账户开放还存有疑虑，这是制约它们进入中国债券市场的重要心理因素。

在债券市场的开放过程中，潜在的风险集中体现在境外机构投资于中国债券市场的资本流动可能加剧人民币汇率波动，进而冲击中国的宏观经济与金融稳定。境外债券资本的流动又受以下几个因素的影响。首先是汇率的剧烈波动或人民币过度贬值，给境外债券资本带来汇兑损失，因此，一旦形成人民币贬值预期，便会诱使境外资本撤离中国债券市场，这会导致人民币贬值的“自我实现”、国内债券收益率和债券发行利率上升。其次是中国债券市场违约风险上升给境外债券资本带来本金损失、市场风险和流动性风险，为规避这些风险，境外资本也可能撤离中国债券市场，加剧人民币汇率贬值、债券市场收益率上行。第三是国外货币政策的变动改变了中国与国外债券市场的相对收益，引起债券资本在国家间的重新配置和人民币汇率波动。前两者又取决于国内宏观经济、经济结构和金融体系的健全性。具体地说，国内宏观经济不稳和失衡的经济结构，会加剧金融的系统性风险，这会导致国际资本撤离中国并反过来危害宏观经济与金融的稳定。因此，避免由人民币汇率波动和债券市场信用恶化所导致的债券市场开放中的潜在宏观金融风险，关键还在于国内坚持稳健的宏观经济政策，努力实现健康的经济结构和良好的债务信用秩序。至于国外货币政策（如美国加息）所带来的风险，这并不是最重要的因素。只有大国加息与国内经济与金融脆弱性不断暴露相结合，国外货币政策的变动才会诱使境外债券资本流动的风险成为现实。就此而论，在债券市场的对外开放中，国内健全的宏观经济至关重要。

当然，国内债券市场的稳定和有序发展对防范和控制债券市场开放中的风险也相当重要。我认为，这其中，密切关注地方政府债券和信用债券的状况并有效控制它们的风险，是控制债券市场开放中风险的国内核心环节。毕竟，只要境外机构投资于中国债券市场是安全的，它们就会放心地持有。近两年里，地方政府债券和信用债券发展非常迅速，它们未来是否能及时地筹措到偿债资金，对债券市场的发展和开放都具有重大影响。换句话说，在中国债券存量已较大的情况下，在去杠杆已然成为中国宏观经济政策的重要任务之一时，应当把握好中国债券总量的

扩张速度和节奏，从而控制好债券市场的风险。与此同时，在控制公开市场债券总量增长的同时，适当调整债券市场结构，尤其是增加我国国债的总量与占比、丰富国债的期限结构，可为境外机构投资者提供必要的可投资品种。

需要指出的是，开放中的债券市场需要国内具有国际影响力的评级机构。由于境外机构投资者在债券投资时，具有严格的评级要求，任何评级的调整都可能导致其资产组合的调整。目前，在国际金融市场上对机构的资产配置产生重大影响的债券评级机构仍是美国的标普、穆迪和惠誉。中国虽然评级机构众多，但评级在国内债券市场上的权威性和公信力都较弱，更无法对国际债券投资者产生什么影响。在这种情况下，境外机构该如何投资于中国的债券市场，美国的三大评级机构对中国债券的评级的影响甚大。为了把握住债券市场开放后引导国际债券投资者的主动权，应当打造至少两家具有国际影响力的本土评级机构，这也是进一步提升中国在全球经济与金融治理中的地位和作用的重要因素之一。

亚投行：中国引领国际金融新秩序

除了人民币国际化，探讨全球金融治理新机制的中国方案时，就不得不说说亚洲基础设施投资银行。自有全球贸易以来，国际金融体系一直在随全球经济格局的更迭或起伏或变革。大英帝国相对衰落和美国崛起，使美元取代英镑而引领国际金融新时代；如今，随着全球经济多极化的形成和巩固，以美元为主导、世行和IMF为主宰的国际金融秩序，芳华渐退。当美国传统铁杆盟友英国等纷纷要求加入亚投行时，这个根基本已有所松动的国际金融体系进一步动摇。旧的国际金融秩序再难平静，不管情愿与否，它都要迎接亚投行带来的国际金融体系新变化、新秩序。

亚投行，并不单是亚洲人的事。英国率先置美国的劝告于不顾，毅然决然作为创始成员国加入。英国的举动，犹如倒下的第一块多米诺骨牌，法国、德国和意大利等老牌西方强国纷纷效仿。G7国家过半加入亚投行，表明传统西方强国对待以中国为首的亚洲崛起的态度出现明显分化，以美国为核心的国际金融旧秩序裂痕愈深愈宽。美国面对其欧洲盟友青睐于亚投行，五味杂陈。2014年奥巴马在西点军校演讲时断言，美国还将引领世界100年；他还在2015年的国情咨文中妄言，美国，而不是中国，才是亚太规则的制定者。国际金融乃至全球事务不再以某一个国家为轴心，更不会以奥氏的愿望为转移，不管他承认与愿意否，都将无法改变国际金融秩序的这一新常态。

在已有诸多多边国际金融机构的情况下，中国倡议亚投行，得到了英国、德国等众多国家的积极响应，是多方因素使然。

首先，这一战略构想顺应了国际金融体系的时代潮流。几十年运转中的旧体系，积弊日深。“二战”之后，在布雷顿森林体系下，形成了以IMF、世界银行等机构为先锋的美元主导的国际金融秩序。但是，随着全球经济多极化的发展，这一国际金融秩序似乎无法适应全球经济的新常态，在许多国际金融事务中，无论是世行还是IMF，常常力不从心，并没能很好地完成当初成立时所设定的使命。这本身就暴露了原有国际金融秩序及其治理机制存在重大缺陷。事实上，布雷顿森林体系崩溃后，外围国家通过地区机制重塑国际金融新秩序的努力，从来没停止过，影响最大的如欧洲货币一体化。亚洲金融危机后，各国寻求国际金融新机制，通过区域金融合作（如亚洲多边外汇储备和金砖银行），减少危机时对以IMF为首的国际金融组织流动性救助的依赖。多边外汇储备库、金砖银行和亚投行，是以亚洲为中心的三位一体国际金融治理新机制。在改革IMF和世行等国际金融组织难以达成共识、举步维艰之际，其他国家绕开美国的羁绊，另起炉灶，达到对国际金融体系增量改革的目的，不仅务实，而且行之有效。

其次，亚洲是全球人口最多的一个洲，但经济发展不平衡，国别之间的差异极大。这其中既有制度、文化、宗教和传统习俗等因素的影响，也与国家间的地理分割性密切相关。正因为如此，亚洲地区对基础设施存在巨大的投资需求。根据亚洲开发银行的估计，2010年至2020年，亚洲各经济体的基础设施要达到世界平均水平，内部基础设施投资就需要8万亿美元，区域性基础设施建设另需3000亿美元。对巨大的基础设施投入，某些国家力有不逮，原有的多边机构又鞭长莫及。但在保持制度、文化多样化的前提下，基础设施建设及互联互通，会打通亚洲各国间经济、文化往来的“经络”。这不仅有助于促进亚洲国家间的经济一体化，也有助于亚洲与包括欧洲在内的其他大陆经济更深入的融合。

第三，亚洲地区拥有全球最高的储蓄剩余，但对储备的配置长期依赖于以美国为主导的国际金融体系，经常项目顺差和官方资本流出，支持了美国的低利率和经济复苏，但美国却坚定地认为，全球经济失衡及美国次贷危机，是亚洲地区高储蓄的结果，因此，它要求亚洲承担全球经济再平衡的责任。此外，日益增长的储备加大了储备管理的难度，收益极其低下，还有贬值的风险，在国内压力也不断上升。更何况，亚洲地区存在巨大的基础设施投资需求。在未来一段时间内，将储蓄剩余配置的重心，部分地移向亚洲，反映了全球改变储蓄剩余配置的集体努力。这正是亚投行所担负的一项重要使命。

第四，中国积极地参与解决欧洲债务危机，相当程度上改变了欧洲国家对中国原有的一些偏见，中国在国际交往中所秉持的价值观、基本原则立场和灵活性，逐渐得到了诸多欧洲国家的认同。中国不仅大量援助落后的非洲国家，帮助它们兴建大量基础设施，而且在发达的欧洲国家有困难、烦恼之时，也施以慷慨援手。乃至过去几年里，默克尔成了中国的常客，欧洲国家感受了中国达则兼济天下的胸怀。相反，在欧债危机中，美国抱着事不关己的心态，隔岸观火。欧洲国家以切肤之痛体会到，只有拥抱中国的崛起，才能更好地共同应对地区乃至全球发展的棘手问题，这是对自己的未来投资。

亚投行的全球影响无疑是多方位的。除了直接有助于全球更完善、更现代化的基础设施和经济发展，间接有助于其资本所到之年的减贫外，其附带的最大影响，莫过于将极大地重塑全球金融新秩序，使中国在全球事务中的领导力崭露头角。明确地说，亚投行的设立表明，中国已从过去的全球化事务的参与者，跃身为全球化事务的引领者和规则的积极制定者，国际金融体系多方博弈的力量对比悄然发生了重大变化。

虽然中国倡议亚投行并无半点假公济私，但它无疑会是提高中国国际影响力的契机，也是让世界更理性、客观地认识和评价中国的一个窗口，是中国在全球事务中领导力的牛刀小试。西方有人质疑和担心，中国可能采取过低环保标准，大量输出资本导致环境恶化、加剧不平等。殊不知，习近平总书记执政以来，在政府治理方面，不仅老虎苍蝇一起打，反腐力度之大、成效之快，超乎人们的想象，标本兼治，双管齐下，努力建设不敢腐、不能腐、不想腐的政府治理新体系；在经济方面，强调在符合经济规律的科学发展、符合自然规律的可持续发展和符合社会规律的包容性发展中，从投资驱动型向创新驱动型转变，实现中国经济的转型和升级。事实上，亚投行的三个构想目标——机构精简、廉洁和绿色——清楚不过地表明，中国理想的国际金融新秩序，是环境友好型的廉治金融。

中国反复重申，亚投行与已有的多边开发银行是互补而非竞争关系。这恰恰表明，原有多边机构的设计、功能定位上存有重大缺陷，面对全球发展的多元化金融需求，它们鞭长莫及。功能的互补性，注定亚投行不会取代已有的多边机构，但它也绝不是原有多边机构的附属物，更不是简单的拾遗补阙。进一步地，亚投行的开放、包容性，为它植入了将来演变成全球基础设施投资银行的基因，其触角所及，将可能不囿于亚洲，甚至未来有一天，美国畅通而平坦的高速公路，都有赖于它的融资而翻新。

亚投行的诞生与成功运营，正在书写国际金融新秩序，是国际金融

治理新机制中国方案的典范。

第14章 中国国际资本流动新格局

本章导读

中国虽然是发展中国家，但已从资本净输入国转变成了资本净输出国；FDI的流入远高于FDI的流出，使中国成为逆向资本流动的代表；实体经济的资本流入大于金融资本的流入，国内官方资本流出与国外私人资本大量流入并存，是过去中国国际资本流动的重要特征。

但中国国际资本流动出现了新趋势。中国仍将保持资本净输出国的地位，但FDI流入相对下降，金融资本流入相对上升。FDI的流入将落后于中国对外直接投资的资本流出，中国对外直接投资与对外金融投资则将齐头并进，形成中国国际私人资本的净流出。国外官方资本流入占比将逐渐升高，中国官方资本输出占比逐渐下降，私人资本输出相对上升；中国官方资本输出的形式、目标和目的正在发生重大变化。主动型资本流动将更加活跃、宽泛，被动型资本流动相当一部分将逐渐转化为主动型资本流动。

中国国际资本流动新格局的变化，表明中国金融体系将日益成为全球资本配置的场所，中国金融市场的全球影响力将逐渐上升。中国对外直接投资迅速发展，将极大地提升中国的地区经济与地缘政治影响力。中国金融体系影响力的增强与对外直接投资的增长，有利于进一步推进人民币国际化，从而改善国际货币体系的治理。

国际资本流动的新趋势，固然表明中国金融体系更深地融入全球体系之中，中国在全球货币金融与经济中的治理能力有了明显提升，但也加剧了外部风险向中国金融体系的传染性。证券投资规模与比重上升，

被动型投资比重虽然下降但规模仍不容小觑，可能会加剧金融脆弱性。金融资本流入中的短期化使得对外债务风险在逐步上升。对外直接投资的增加，让我国所面临的对外投资的政治、法律与宏观经济风险也越来越大。

为应对国际资本流动的新格局及可能带来的影响，中国需要加强国内金融市场建设，完善和加强对国际资本流动的监管、推动货币政策转型，当然，也要加强国际合作。

随着经济与金融全球化的加深、信息技术的发展，国际资本比以往任何时候都能够更迅速、便捷地在国家间流动，进而对全球金融市场、宏观经济产生的影响也更为深远和复杂。中国自不例外。由于中国金融对外更加开放，金融体系更加市场化和自由化，国际资本流动对中国的影响面越来越宽、强度也越来越大；同时，由于中国金融体系更深地融入全球体系之中，中国的资本流动对全球其他国家和地区的影响也会相应扩大。在这样的背景下，中国国际资本流动的格局正在悄然发生新变化。它出现了哪些新的趋势，具有什么样的影响，中国该如何顺应国际资本流动的新格局呢？

中国国际资本流动原格局

国际资本流动是伴随世界经济、金融一体化的发展而不断发展的。历史上，国际资本流动就出现了不同的阶段性变化。改革开放以来，中国在国际资本流动中扮演着重要角色，这既反映了中国金融对外开放的进程和次序的安排，也反映了中国金融体系在全球体系中的地位变化过程。

第一，资本净流动方向，中国已从资本净输入国转变成了资本净输出国。

改革开放后一段长时间里，中国各地方政府采取土地与税收优惠等多种手段，大量地吸收FDI，直到现在，中国仍然是全球FDI的主要流入国家。这给人一个直观但却不符合事实的错误印象：中国一直是资本短缺国家。在改革开放初期，中国资本确实短缺，迫使中国积极利用外资，以弥补国内储蓄不足，加快资本形成。这一战略收到了立竿见影的效果，不仅加快了中国物质资本的形成，吸引外资的技术外溢效应，也加快了中国工业化进程和制造业的技术进步。凭借中国的廉价劳动力和国际资本流入的组合，中国很快便奠定了在全球分工与贸易体系中的新的比较优势。外资流入是中国改革开放后经济起飞的重要推动力之一。

但随着中国储蓄率的提高，国内储蓄开始并持续大于国内投资，这使中国很快就从短缺的资本净输入国，变成了富余的资本净输出国。这至少可以从两方面得到印证。

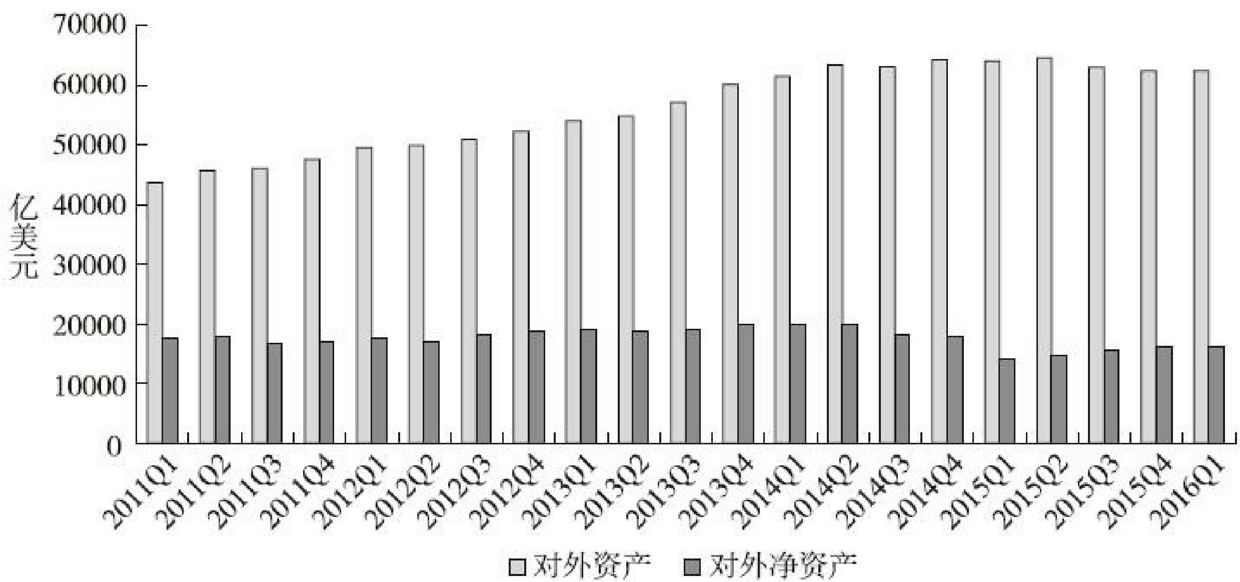


图14.1 中国持有的国外资产与对外净资产

资料来源：国家外汇管理局

其一，在国际投资头寸表中，中国持有的国外资产大于中国对国外的负债，因此，中国对国外有较大的净资产（或正的净债权）。例如，

在2015年底，中国持有的国外资产总量达到了62189亿美元，中国对国外的负债为46095亿美元，持有国外净资产16094亿美元（图14.1）。这表明，虽然中国是一个发展中国家，但中国对全球市场是一个净资本输出国家。

其二，在中国资金流量表中的“国外储蓄”项，自1992年以来，除了1993年中国利用国外储蓄为正外，其余年份均为负。进入新千年后，这一现象更加突出。在2008年，中国利用的国外储蓄为-29420亿元，达到了历史峰值。从对国外储蓄的净利用来看，自1997年亚洲金融危机以来，中国就一直是国际资本的净输出国（图14.2）。由此可见，中国对全球市场形成净资本供给，并不是最近几年才有的新现象，而是至少有二十余年的历史了。

第二，虽然中国储蓄率长期高于投资率，成为资本净输出国，却仍然长期保持资本与金融账户顺差。

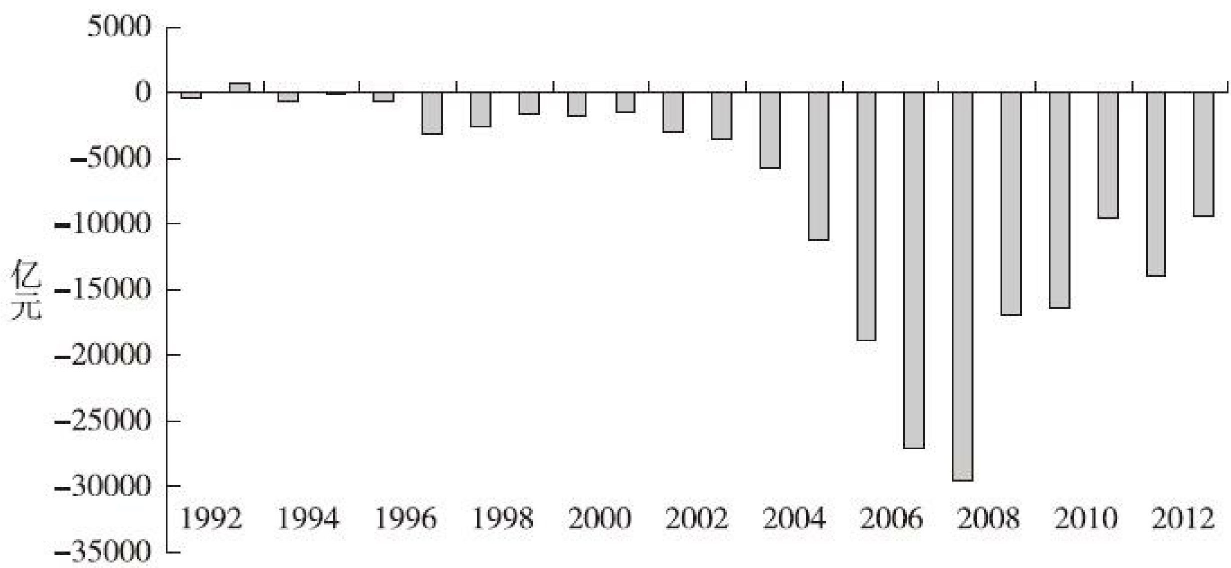


图14.2 中国利用的国外储蓄

资料来源：Wind

中国成为净资本输出国却又保持资本与金融账户顺差的现象被称

作“中国之谜”。宋铮在2011年将其归结为中国的金融摩擦，认为中国存在两种企业，一种有较高生产力却难以获得外部融资而不得不依靠自身的储蓄，另一种生产力较低却拥有更好的依靠国内资本市场融资的机会，而劳动和资本从后者向前者的转移造成储蓄率不断提高是造成“中国之谜”的关键。同时，中国实际汇率的低估压低了国内消费，也有利于高生产力的出口部门增加经常账户盈余，积累外汇，进一步扩大了储蓄缺口。此外，地方政府在中国的经济增长中起到了重要作用，地方政府为突破金融摩擦，通过设立开发区吸引外资而促进地区经济增长，使得FDI远远大于中国对外直接投资。这些因素造成了储蓄大国同时有大规模FDI净流入的“中国之谜”。

第三，资本流入中，基于实体经济的资本流入要远远高于金融资本流入。

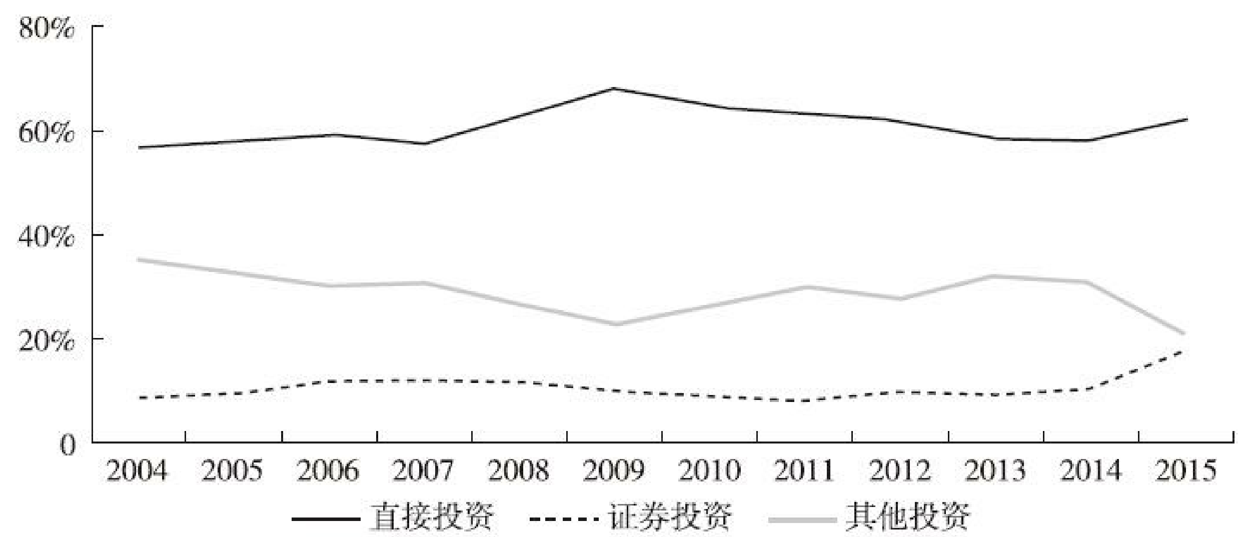


图14.3 中国国际投资头寸表对外负债结构

资料来源：Wind

中国的国际资本流动既受国内外宏观经济环境的影响，也受中国资本项目开放进程及其次序安排的影响。改革开放后，中国资本项目开放遵循着先实体后金融、先流入后流出的顺序。所以，在一段较长时期

里，面临着资本和技术的双重短缺，中国寄希望于以市场换技术，国际资本流动主要以引进FDI为主，严格限制资本的流出。由于中国金融市场不发达，证券市场深度非常不够、流动性较差，可投资的证券品种单一，国外金融资本并无投资于中国的需求。这决定了，在资本流入方面，中国在改革开放后的一段时间里，主要是直接投资的资本流入，基本上没有证券资本的流入（图14.3）。

第四，私人资本大量涌入中国，因而中国对外资本输出中，以官方资本输出为主。

国际资本存在“配置之谜”的现象，即拥有较高的经常账户盈余的发展中新兴经济体，向富裕国家净资本输出，反而成为净债权国。形成这一谜团的重要原因之一在于，国际资本流动的总量特征掩盖了它的结构。阿尔法罗等人（Alfaro et al.，2014）将净资本流动分为净官方资本流动和净私人资本流动后发现，过去四十年，平均而言，私人资本确实是流向高增长国家，官方借贷如果由私人资本提供也同经济增长呈正相关关系，只有债权国家之间的资本流动才同生产力发展负相关，且东亚新兴国家都是私人资本的净输入国，但以官方储备的形式向发达国家输出资本。因此，“配置之谜”更多是官方资本流动的特征。

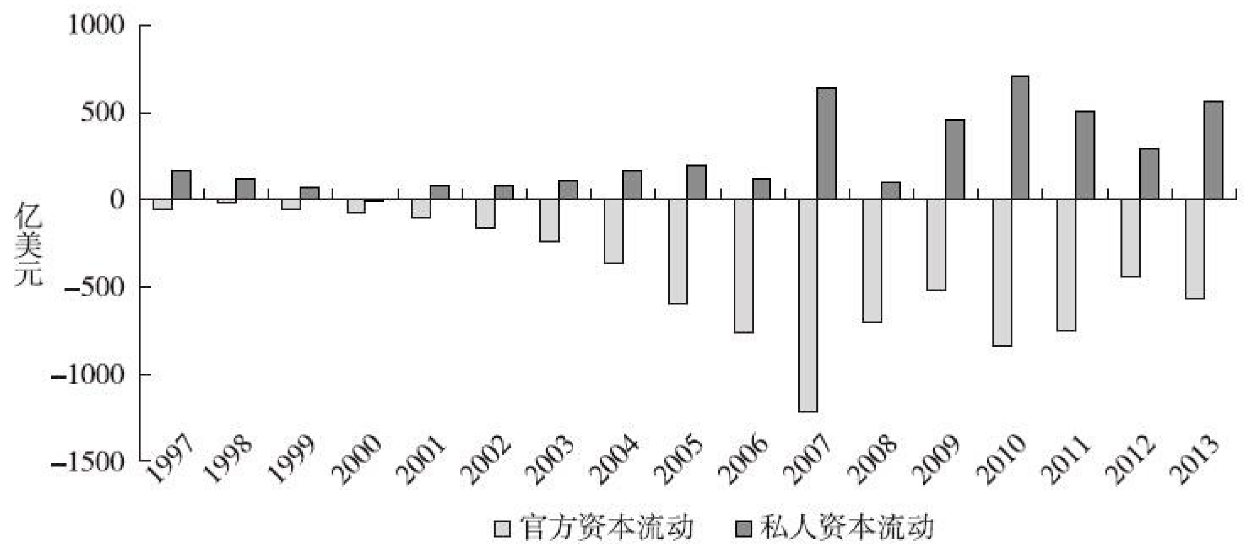


图14.4 新兴及发展中经济体私人及官方资本流动

资料来源：根据IMF数据绘制

因此，私人资本流向发展中新兴经济体，而它们的官方资本通过储备的形式流向发达经济体，是过去国际资本流动的一个突出现象（图14.4）。自20世纪80年代以来，大量私人资本涌向了新兴市场及发展中经济体，虽然亚洲金融危机使得私人资本为规避风险而从部分新兴市场及发展中经济体流出，但之后很快又恢复了，而且规模越来越大。私人资本大量流向新兴及发展中经济体，既有这些经济体原有资本存量较低、资本边际回报率较高使然，也有发达经济体的低利率使然。发展中经济体与发达经济体的利率水平差异，导致携带交易大量兴起，并获得较投资于发达经济体金融市场高得多的回报。根据布莱恩（Brian Lee，2009）的计算，投资于亚洲新兴经济体的携带交易的回报率（利差与货币升值回报率之和）高达10.7%。但私人资本大量流向新兴及发展中经济体，的确对这些经济体产生了深远的影响，如资产泡沫、银行（从海外）与企业的过度借贷、本币升值的压力及后来的危机冲击。

与私人资本流动相反的是，新兴及发展中经济体的官方资本却是净流出。随着亚洲金融危机之后全球外汇储备的迅猛增长，更大规模的私人资本流向了新兴及发展中经济体，为了应对资本流动对本币汇率及对国内金融体系的冲击，新兴及发展中经济体的官方资本开始大量流向发达经济体。新兴及发展中经济体大量的私人资本流入及官方资本流出，逐渐遇到了越来越大的政治障碍。大量发达经济体的私人资本涌向发展中经济体追逐较高的收益率，而新兴及发展中经济体的官方资本却大量地流向发达经济体，减缓了货币中心国家国内经济失衡的不利后果，但得到的收益率极低，两相对照迫使发展中经济体那些民族情绪较强的公众，对这种资本流动日益不满；当中心货币汇率出现贬值之时，有大量外汇储备的不成熟债权人，又都会承受越来越大的官方外汇资产货币折算损失的舆论压力。同时，让新兴及发展中经济体政府啼笑皆非的是，接受官方资本流入的发达经济体也常常抱怨，这是造成全球失衡并给发达经济体制造麻烦的根源。

中国是国际资本逆向流动的典型代表。中国同样有大规模国外私人资本流入，但中国对外资本输出中，证券投资、其他投资规模也尚小，这就使得我国长期保持资本与金融账户顺差的格局。与此同时，随着中国改革开放的不断发展，尤其是加入世贸组织以来，经常账户顺差规模也不断扩大。由于中国2005年之前实行盯住美元的固定汇率制度，之后也仍然保持对汇率波动的控制，央行不得不进行对冲操作，从而使“双顺差”导致我国储备资产不断增加，并形成国际投资头寸资产方的主要组成部分。为保证流动性、安全性的需要，中国又将储备资产主要投资于美国国债。这就形成了我国对外负债以私人FDI为主、对外资产以官方储备资产为主，从而形成国外私人资本大规模流入、国内官方资产大规模流出并存的格局。

中国国际资本流动新趋势

随着中国金融开放的深化，我们认为，中国国际资本流动的以上数端，不是已经、就是正在发生逆转，并对未来中国参与国际金融市场体系、政府管理国内经济的方式都会带来新的挑战。中国国际资本流动的新趋势主要表现在以下几个方面。

第一，中国资本净输出国的地位仍将维持。

根据生命周期理论，人口结构的变化会对一国储蓄率产生重大影响，也会影响储蓄与实际利率，并进而对国际资本流动产生影响。希金斯（Higgins，1998）认为相对储蓄供给而言，投资需求要领先于人口结构。一个年轻人比重较大的国家，储蓄较低，而由于劳动人口增长趋势会有较大的投资需求，便会导致储蓄缺口。随着工作人口比重的上升，一国将享受“人口红利”，会拥有较高的储蓄而投资将变得平缓，这将导致经常账户顺差与资本账户逆差。人口老龄化初期，储蓄率仍然会相对较高，而投资下降得远比储蓄快，使得国内储蓄与资本过剩，并导致资

本输出。但随着老年人口生产力的下降、消费率的上升，储蓄的下降最终会超过投资的下降，并导致国际资本流动趋势的逆转。多梅杰和和弗洛登（Domeij & Flodén，2006）发现，随着人口老龄化的加快，实际利率将出现下行，资本—产出比例将上升，将对外输出资本并保持经常账户顺差，但随着时间推移，这一趋势会逐步扭转。伊藤等人（Ito & Tabata，2010）认为一国老龄化的加快会先导致资本的外流，然后导致资本的进口。总之，有众多研究表明，人口老龄化初期，一国储蓄高于投资仍会保持一段时间，国际资本输出会得以维持。

中国经济享受的人口红利之一，就表现为国内储蓄率不断攀升，不仅为投资驱动型的增长模式提供了充足的资本供给，而且为中国对外输出资本创造了条件。中国人口老龄化正在来临，储蓄率的长期趋势将下降，但正如研究已经表明的，在人口老龄化的初期，储蓄率仍将维持高位。随着中国工业化进入中后期阶段，经济增长方式从投资驱动型向创新驱动型的转变，会使投资率有所下降。这就决定了中国在未来一段时期内储蓄仍将大于投资，从而继续维持国际资本净输出国地位。

另一方面，资本输出也是人民币国际化的需要。人民币国际化正从计价结算货币向储备货币过渡，人民币国际化要取得成功，就需要建立人民币的输出—回流通道和机制。从理论上，输出储备货币可以通过贸易逆差或资本输出来实现。从历史经验来看，英镑和美元国际货币地位的取得，与它们早期的资本输出有极强的关系。孙国峰的一项研究表明，第一次世界大战前，全球长期投资的一半源于英国，英国成为全球最大的债权人，推动了英镑在全球的广泛流通和储备；美国则通过美联储贴现国际商业汇票和“马歇尔计划”，对逐步建立美元国际储备货币地位发挥了重要作用。他进一步指出，货币国际化与资本国际化相辅相成，后者为前者提供内部支撑，前者则为后者提供外部便利，通过资本输出形成的国际分工地位，在很大程度上决定了本币的国际地位。

因此，尽管中国国际资本流动新格局的净资本输出与过去的结果相

同，但其对国际经济金融的影响是完全不同的。过去中国资本净输出是美元主导的国际货币体系中，中国资本向储备货币发行国的回流，处于“不成熟债权人”的地位，它维护了原有国际货币金融秩序和治理机制。新格局下的中国资本净输出，则是为了更好地改革和完善国际货币金融的治理机制，是国际金融治理新机制中国方案的实践。

第二，FDI的流入将落后于中国对外直接投资的资本流出，中国对外直接投资与对外金融投资则将齐头并进，形成私人资本的净流出。

私人资本流动方向上的逆转，将首先表现在直接投资方面。邓宁曾提出投资发展周期论，认为一国净对外直接投资将经历五个阶段：第一阶段FDI与对外直接投资均很少；第二阶段FDI增加，但对外直接投资仍很少，净对外直接投资缺口增大；第三阶段对外直接投资增速快于FDI，但净投资仍为负；第四阶段对外直接投资超过FDI，这时经济发展达到较高水平；第五阶段，净对外直接投资虽仍为正，但绝对值开始下降。

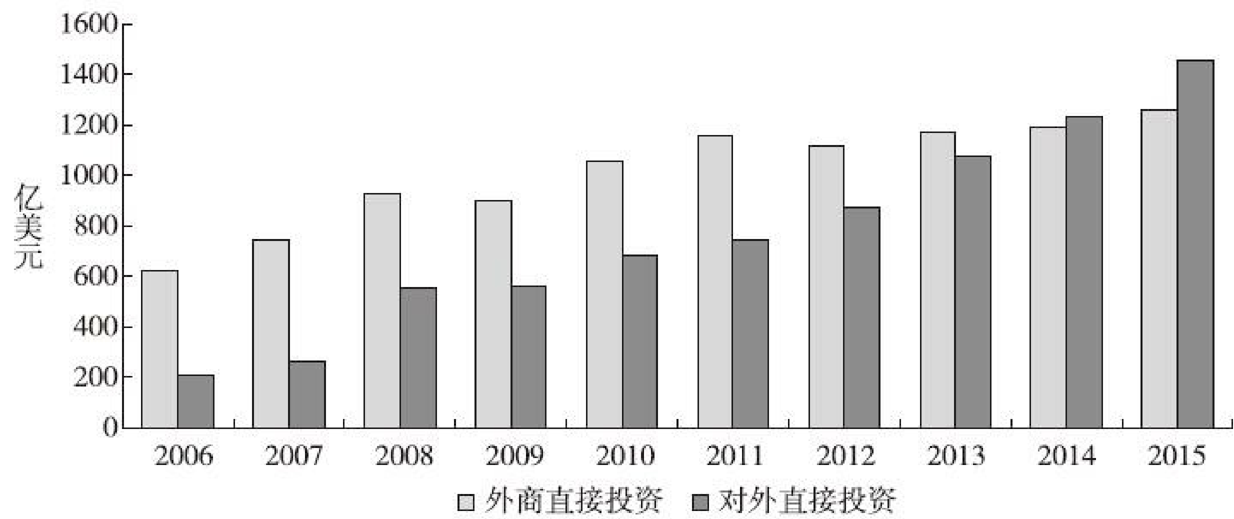


图14.5 外国来华直接投资与中国对外直接投资流量

资料来源：中华人民共和国商务部

近年来，我国对外直接投资的增长率明显高于外国对华直接投资。

2011年第一季度，中国对外直接投资余额为3234亿美元，同期外国来华直接投资余额为16439亿美元，前者仅为后者的五分之一左右；到2016年第一季度，中国对外直接投资上升到了11914亿美元，较2011年第一季度末增长了约270%；2016年第一季度外国来华直接投资余额为28809亿美元，较2011年第一季度增长约75%。从外国来华直接投资与中国对外直接投资的流量角度，我们可以更清楚地看到这种趋势：二者的差距在迅速缩小，2015年对外直接投资甚至超过外商来华直接投资（图14.5）。这说明中国已经处于邓宁所说的投资周期第三阶段。随着中国“走出去”与“一带一路”战略的实施，中国可能很快出现直接投资逆差的现象，进入第四阶段。

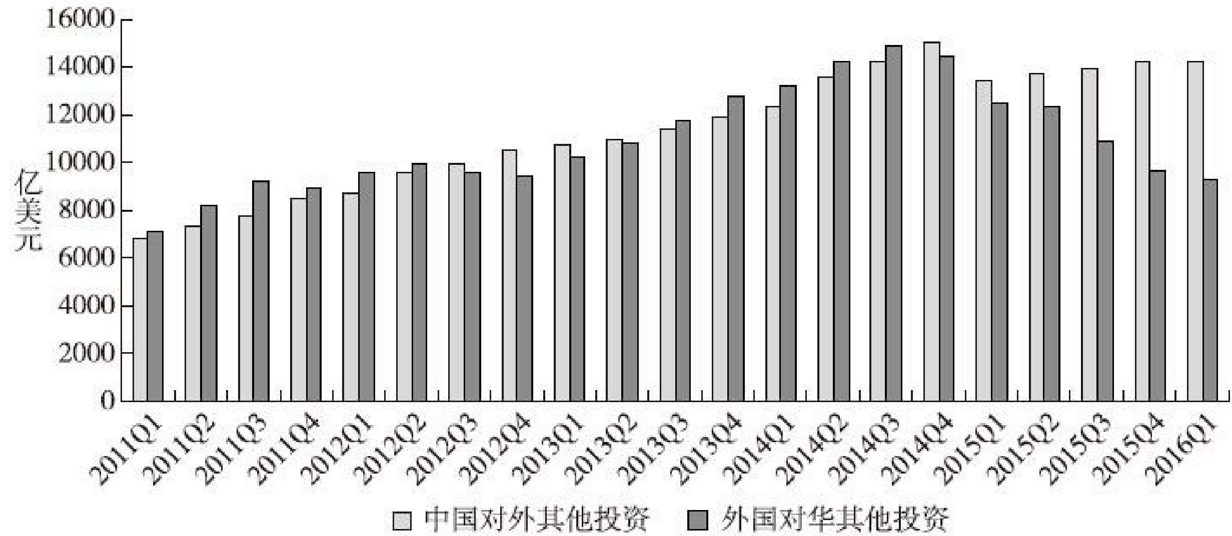


图14.6 中国对外其他投资与外国对华其他投资

资料来源：国家外汇管理局

中国对外其他投资也出现类似趋势。2011年第一季度，中国对外其他投资余额和外国对华其他投资基本相等，分别为6780亿美元和7117亿美元。到2014年末，中国对外其他投资与外国对华其他投资均有较大增长。但2014年后，中国对外其他投资仍维持在高位，而外国对华其他投资则出现较大下降，2015年第一季度，前者就已经超过后者。截至2016年第一季度，中国对外其他投资高达14255亿美元，与2011年第一季度

相比增长1倍多，而外国对华其他投资为9300亿美元，仅实现小幅增长（图14.6）。

在中国对外直接投资快速增长并正迎头赶上外国对华直接投资，对外其他投资也已经超过外国对华其他投资之际，近年来，中国的对外证券投资增长明显落后于外国对华证券投资增长。2011年第一季度，中国对外证券投资与外国对华证券投资大致相当，分别为2269亿美元和2289亿美元；但到2016年第一季度，外国对华证券投资余额上升到了7898亿美元，较2011年第一季度末增加了约245%，而中国对外证券投资余额却只小幅增加到了2966亿美元（图14.7）。我们认为，随着中国资本账户的开放，人民币在资本与金融项下的可兑换性加强，中国资本市场日益成为全球资本配置的重要场所，外国对华证券投资仍将保持较快增长。但在另一方面，随着中国金融体系更深地融入全球体系，境内居民无论是基于汇率还是基于其他资产收益风险之间权衡，而进行的人民币与外币资产之间的“大类资产配置”需求都将不断增长。因此，我们认为，未来基于金融投资的资本流入可能超过FDI导致的资本流入，而中国对外直接投资与对外金融投资则将呈齐头并进的局面。

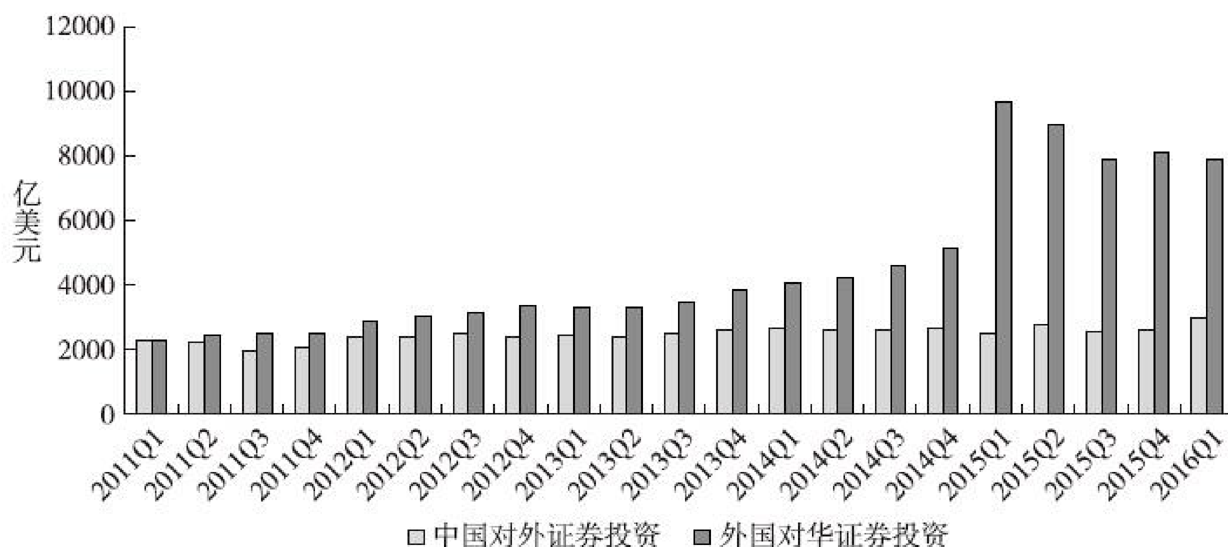


图14.7 中国对外证券投资与外国对华证券投资

资料来源：国家外汇管理局

第三，FDI流入相对下降，金融资本流入相对上升，中国金融市场日渐成为全球资本配置的重要场所。

随着中国证券市场的发展，金融市场的深度不断强化，金融工具品种日渐丰富，国外对中国证券投资的需求不断增加。为了顺应国际资本、中国资本账户开放和市场化的要求，中国也开始逐渐放松对境外资本流入的证券投资的管制。例如，QFII、2014年推出的沪港通和即将推出的深港通[注]，都便利了境外资本对中国证券市场的投资。值得注意的是，虽然QFII规模相对于中国证券市场的市值仍然很少，但境外机构投资者对中国的证券投资需求在大幅上升。

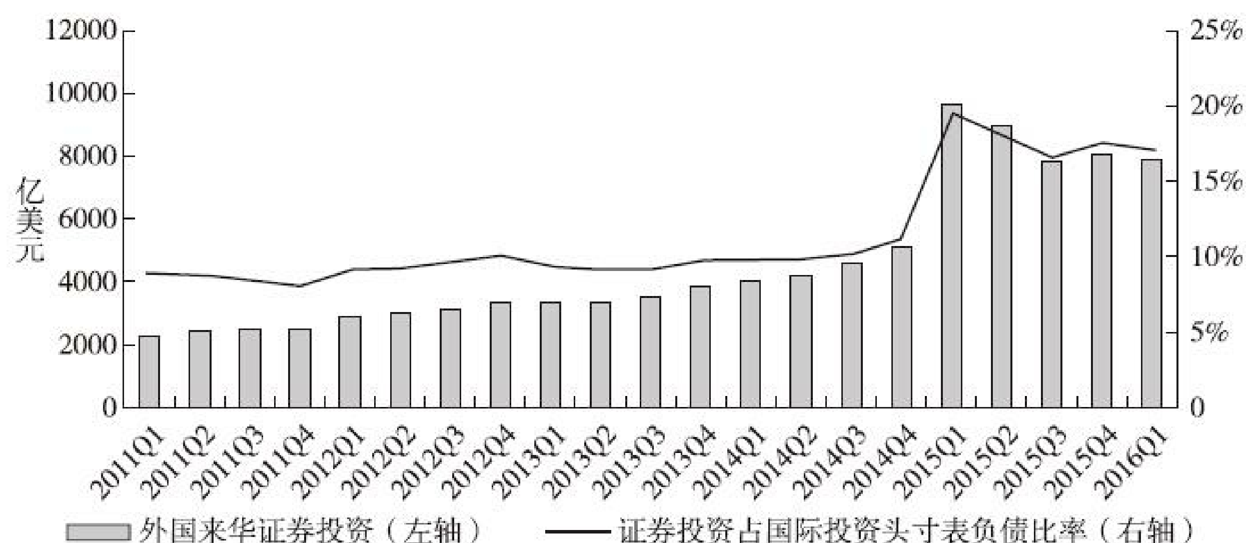


图14.8 外国对华证券投资余额及占比

资料来源：国家外汇管理局

这可以从央行2015年在伦敦发行人民币债券的表现略见一斑。就在习近平总书记访英之际，中国央行在伦敦成功发行了50亿元人民币1年期央行票据，并获得了300亿元人民币的认购，这其中，美国和欧洲投资者合计占到49%，亚洲投资者购得其余51%的份额；银行占到47%、央行/公共部门38%、基金管理公司14%、私人银行1%。多元化的机构超额认购，表明人民币资产日益受到国际金融市场的青睐，成为全球机

构的配置对象。实际上，2015年以来，外国对华证券投资也出现了大幅增加，证券投资在中国国际投资头寸表负债方的占比也大幅提升（图14.8）。随着人民币正式加入SDR，国外对中国的证券投资规模还会有更大幅度的增加。

之所以如此，根本原因在于两个方面。首先，在2008年的全球金融危机之后，发达经济体陷入长期的超低利率，国外的央行/公共部门和机构投资者，数年来一直受困于资产配置荒，它们迫切需要寻求收益率相对较高、风险又相对较低的资产配置。其次，虽然新常态下的中国经济出现了长期下降趋势，但仍是全球经济最重要的增长极；改革开放以来，虽然经历过多次全球金融危机的冲击，国内金融体系也数度经历杠杆化过程中的金融风险积聚，但政府总能果断采取多方面的措施化险为夷，守住不发生系统性金融风险的底线。这赢得了境外投资者对人民币资产的信任，正在走向成熟和开放的中国金融市场，正不断切合他们的资产配置需求和愿望。

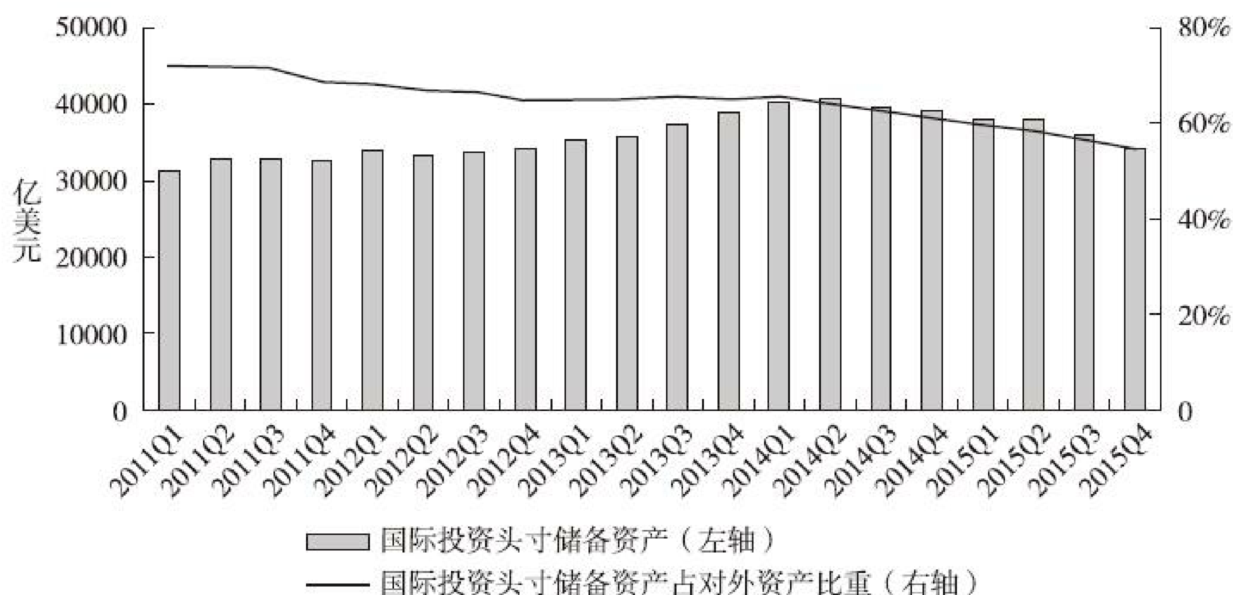


图14.9 中国持有的官方储备资产及在对外资产中的占比

资料来源：国家外汇管理局

第四，国外官方资本流入占比将大幅升高，中国官方资本输出占比逐渐下降，私人资本输出的重要性上升；中国官方资本输出的形式、目标和目的正在发生重大变化。

过去，中国的资本流入基本上是私人资本，除了政府援助类的官方资本，几乎没有国外官方的其他资本流入；与此相反，中国资本的输出则以官方资本为主，私人资本输出的占比则较少。这反映在国际投资头寸表中的官方投资，仅有中国持有的国外储备资产，而无国外对中国的储备资产。以储备形式存在的官方资本流出，是中国资本流出及由此形成的中国对外资产的主体。过去中国对全球的资本输出，主要是以官方储备资产的形式。由于储备资产对流动性的要求较高，这决定了，中国的官方资本输出主要流向了以美国为代表的发达经济体。那时输出的官方资本，虽然购买了大量发达经济体的金融资产，但主要是自我服务的，即为了应对本币的意外贬值而采取的防御性措施。

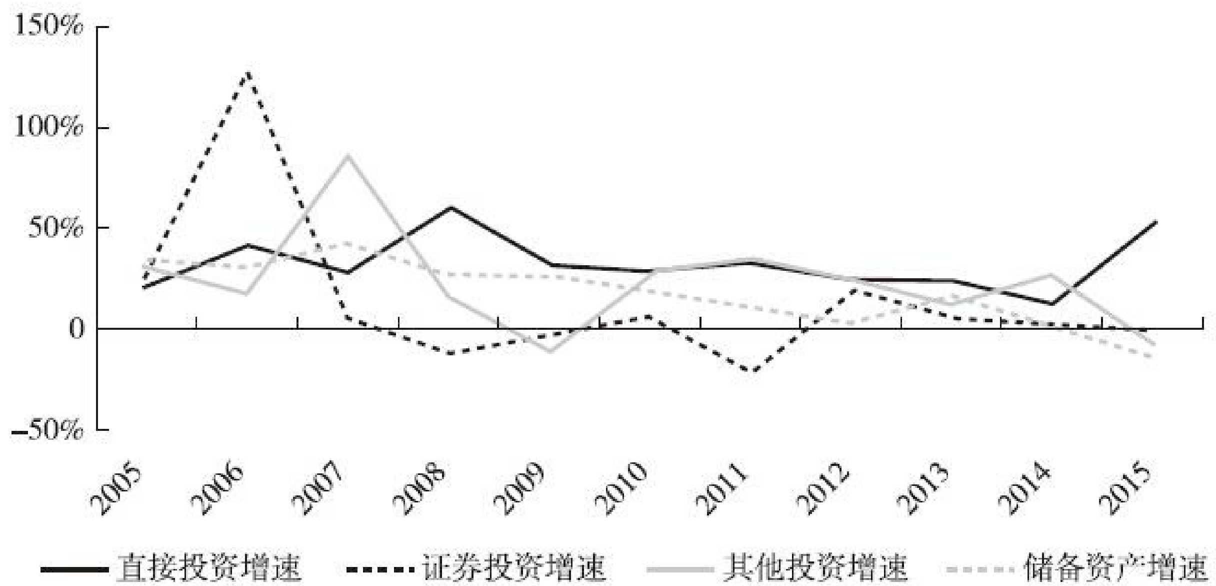


图14.10 中国国际投资头寸表对外资产各项增速

资料来源：历年中国国际投资头寸表

不过，近年来，官方对外资产占中国对外资产的比重已呈明显下降

趋势。在2011年第一季度，官方资本流出量占中国资本流出总量的近72%，而到2015年底，该比值就下降到了约55%，短短五年左右的时间里，下降了大约17个百分点（图14.9）。这表明，私人资本流出的影响日渐增强。此外，随着中国在全球范围内配置资产的需要及中国资本账户的不断开放，对外证券投资占比也将不断增加。储备资产占比下降，私人对外直接投资与证券投资占比上升（图14.10），这将是未来中国国际资本流动的新常态。就官方资本流动的地缘版图而言，随着中国“一带一路”全球战略的实施，以官方国际储备为表现形式的资本流出会相应下降，而且资本输出的目标国、任务也随之发生了重大变化，即官方资本不再主要大规模地流向发达经济体，而是主要流向新兴经济体，官方资本流出的主要使命是服务于“人类命运共同体”，促进区域间的经济一体化和融合。

另一方面，过去在国外资本的流入中，官方资本占比很少，绝大部分是私人资本流入。但这一格局也将发生明显变化，那就是，官方资本流入占比将大幅上升，私人资本流入占比将下降。导致这一变化的基本因素，从中国的角度来看，主要源于人民币从计价货币向储备货币的提升，从国外角度来看，则是其他国家官方储备资产配置多样化的需求。2015年7月份，央行放开了境外央行、主权财富基金和国际金融组织在银行间市场投资于人民币债券的额度限制，这为国外官方资本配置于人民币债券资产提供了极大的便利；同时，数年前，以挪威政府养老金为代表的主权财富基金就修改了其投资指南，将提高其资产组合中新兴经济体所占的比重。我们认为，随着中国资本账户开放的加深，国内债券市场的深度和广度不断扩展，国外官方资本占比将进一步大幅提高。

最后，主动型资本流动将更加活跃、宽泛，被动型资本流动相当一部分将逐渐转化为主动型资本流动。

在同一时期，资本流出和流入是相互交织并且相互影响的。资本流动有的是在政府制度许可和监管框架之下进行的，有的则是绕过了政府

监管流动。据此，我们可将国际资本流动区分为主动型与被动型资本流动，又可进一步区分为主动型资本流出和被动型资本流出、主动型资本流入和被动型资本流入。

主动型资本流出是中国经济发展到特定阶段后，为了更好地促进中国与全球或其他地区间的融合而导致的资本流出。近年来，为了提高中国经济和金融市场的对外开放，中国主动地实施了“走出去”的战略和加快资本账户开放，都将导致主动型资本流出。被动型资本流出则是资本持有者因对中国经济金融风险或产权保护等方面的担忧而撤离中国的资本流出。资本外逃就属典型的被动型资本流出。被动型资本流出对境内金融市场、人民币汇率可能造成较大的冲击。例如，基于汇率贬值预期的被动型资本流出，就可能导致汇率贬值的自我实现，加大汇率风险。在1998年亚洲金融危机期间，中国就出现过大量资本外逃，结果给人民币汇率造成了极大的贬值压力；2014年下半年以来，基于美联储升息的预期，中国被动型资本流出也有所增加，并导致了中国外汇储备的持续下降，人民币面临新一轮的贬值压力。

类似的，资本流入也有主动型和被动型之分。像政府为了加快技术引进和增加资本供给而吸收的FDI、资本账户开放中的过渡性安排QFII等，都属于主动型资本流入。主动型资本流入相对比较稳定、可控，一般不会对国内金融市场和流动性带来特别明显的、政府所不期望看到的影响。被动型资本流入则是基于套汇、套利动机，绕过政府既有的资本账户开放规则而流入境内的国际资本，它具有相对不稳定的特点。通常所说的“热钱”、携带交易、通过假出口而混入经常账户下的资本流入等，都属于被动型资本流入。与被动型资本流出可能导致本币贬值的自我实现相反，被动型资本流入则可能加大本币升值的压力，或造成境内金融市场的流动性扩张。在2003年之后的十年左右时间里，由于人民币承受着升值的国际政治与经济压力，大量境外资本为套汇套利而涌出中国，这种被动型资本流入不仅助推了人民币的升值，而且造成了央行资产负债表中国外资产的急剧扩张，随之而来的是所谓国内“流动性过

剩”和资产价格的大幅攀升，央行不得不通过提高法定存款准备金比率等方式被动地加以应对。

在我国尚未开放资本账户的情况下，资本和金融账户一直是新世纪以来我国外汇储备增加的主要力量，这表明，中国过去被动型资本流入一直是中国资本流入的主体。由于资本与金融账户相对不稳定，这可能导致我国国际资本流动的不确定性大大增加。相反，2014年以来，随着美国经济复苏与联储加息预期的增强、中国资本和金融账户开始出现逆差，且超过经常账户顺差，使得外汇储备出现下降，说明美联储的货币政策，先是造成中国大量被动型资本流入、继而被动型资本大量逃离我国，造成我国国际资本流动的较大波动。

但随着我国资本账户开放和金融市场化改革，将使主动型国际资本流动的绝对规模和相对规模均会上升。主动型资本流动占比上升，被动型资本流动占比相对下降，反映了中国金融市场更加市场化、更加开放，中国金融市场与其他国家金融市场之间更加一体化。

中国国际资本流动新趋势、新格局的影响

中国国际资本流动将呈现上述新特征，既有短期因素使然，也有中长期趋势使然；既是中国金融体系市场化和国际化使然，也是全球货币金融体系格局变化使然。它既是顺应国际货币资本格局新趋势和新潮流的结果，也是重塑新的国际资本格局的重要驱动因素。正因为如此，即便新特征下的国际资本流动将对中国金融体系造成一定冲击，中国乃至全球金融体系将更多地受惠于中国国际资本流动的新特征和新格局。

首先，中国国际资本流动新格局的变化，表明中国金融体系将日益成为全球资本配置的场所，中国金融市场的全球影响力将逐渐上升。中国已经成为当今世界第二大经济体，对世界经济的增长具有很大影响。

虽然新常态的中国经济出现了结构性减速，但仍是全球最重要的增长极。国际资本为分享中国经济增长的红利，规避全球经济波动风险，逐渐加大对中国的证券投资，正是全球经济增长格局变化的结果。随着中国经济发展与资本账户不断开放，FDI在国际资本输入中的重要性将下降，证券投资的重要性将不断提高。尤其是，随着人民币加入SDR，国际资本将增加对人民币债券或其他金融资产的配置需求，都反映了中国金融市场的更加开放、包容和国际化。当然，人民币国际化不断推进，使得海外人民币需要有可供投资的金融资产，也将促进我国建设更具广度、深度、弹性的金融市场。

进而，中国货币政策对全球资本流动性的影响也将与日俱增。过去，美元作为世界最重要的国际货币，美联储在相当程度上充当着世界央行的角色，其货币政策的一举一动常引发全球范围的资本流动，又是造成全球金融周期的关键因素。同样，中国金融体系更深的全球化和资本流动格局的新变化，将使得中国央行货币政策的影响力不仅仅局限于国内，中国人民银行的政策动向将带有鲜明的“国际化”特征，中国货币政策的外溢性影响随之逐渐上升。可以预见的是，未来将形成美联储、欧洲央行和中国人民银行三足鼎立的全球三大央行所主导的全球货币政策格局。

其次，中国对外直接投资迅速发展，将极大地提升中国的地区经济与地缘政治影响力。中国积极实施“走出去”和“一带一路”战略，将加快中国的对外直接投资。在国际金融危机后寻求全球经济再平衡的过程中，中国将成为重塑全球分工和供给链重组的中坚力量，因而，全球制造业版图也将在中国国际资本流动变化中发生明显变化。亚洲基础设施投资银行与丝路基金的成立，将更好地促进“一带一路”国家的基础设施建设。全球基础设施的互联互通，将极大地降低全球贸易与生产要素自由流动的物理障碍，也更有利于中国企业的对外投资，有利于区域经济的合作与区域经济一体化。“一带一路”沿线国家大多属于发展中国家，基础设施建设相对落后，其出口又以能源、矿产、农产品等资源类产品

为主。由此，“一带一路”战略可以促进中国企业在沿线国家的直接投资，将弥补相关国家的“储蓄缺口”，促进相关国家的经济增长并促进区域经济合作。

第三，中国金融体系影响力的增强与对外直接投资的增长，有利于进一步推进人民币国际化，从而改善国际货币体系的治理。人民币国际化战略要取得成功，需要在国际上建立人民币信用并提供流动性，还要有充分的可供投资的人民币储备资产。要建立人民币信用，需要在当前乃至今后一段时间内保持经常账户的顺差。在经常账户顺差下，人民币对外直接投资便成为使人民币“走出去”、提供人民币流动性的必然选择。人民币对外直接投资有利于中国提高对世界资源的市场议价与定价能力，并进一步促进人民币的结算、计价功能的发挥。随着中国金融市场的建设与国际资本中证券投资比重的加大、中国金融市场影响力的增强，人民币储备功能也会不断提高。

事实上，人民币国际化已经取得可喜的成就。人民币跨境结算大为增加，在跨境直接投资中的使用也稳步增加。中国人民银行同其他国家和地区的货币当局的货币互换也取得很大成绩。人民币资产也不断增加，熊猫债与点心债规模不断扩大。随着中国对外直接投资输出人民币，随着中国金融市场的不断开放与发展，人民币国际化还会取得更大进步。这都有利于中国金融地区影响力的提高，也有利于形成新的国际货币体系。

当然，我们也应当看到，中国国际资本流动的新变化可能产生的不利影响。

首先，证券投资规模与比重上升，被动型投资比重虽然下降但规模仍不容小觑，可能加剧中国的金融脆弱性。在一些金融发展水平不高的国家，证券投资资本大量流入带来了经济金融不稳定的教训（Aghion、Bacchetta & Banerjce，2004）。过去中国资本流入主要是以FDI的形式利用国外的储蓄，证券投资占比很低，因此，中国金融体系尚未暴露于

国际资本快速而大规模的不利流动风险之中。但在新的国际资本流动格局中，证券投资比重不断提高（也不乏短期的套利、套汇资本）、直接投资比重下降，将极大地改变资本流动的构成。与直接投资相比，证券投资的流动性更强、也更加不稳定，有相当比重是被动型资本，美联储货币政策变化仍会导致中国国际资本流动的不利变化，严重影响我国证券投资资本与被动型资本流动。

国家外汇管理局将我国跨境资本流动分为稳定性较高与波动性较大的资本流动两类。它将经常项目和直接投资的合计差额视为稳定性较高、与实体经济关系较大的跨境资本流动；而将非直接投资资本流动（证券投资、其他投资与净误差和遗漏项）视为波动性较大的资本流动。

表14.1 中国稳定性较高和波动性较大的资本流动 （单位：亿美元）

年份	稳定性较高的资本流动规模	稳定性较高的资本流动对外储贡献	波动性较大的资本流动规模	波动性较大的资本流动对外储贡献	外汇储备贡献
2008	5345	112%	－589	－12%	4783
2009	3304	86%	660	17%	3821
2010	4236	90%	435	9%	4696
2011	3677	96%	146	4%	3848
2012	3916	397%	－2994	－303%	987
2013	3678	85%	605	14%	4327
2014	4123	347%	－2945	－248%	1188

资料来源：国家外汇管理局历年《中国跨境资金流动监测报告》

我们可以看到，金融危机后的2009年、2010年出现了较大的不稳定性资本流入，2012年由于欧洲债务危机不稳定性资本大量流出，2012年末，美国重推量化宽松政策导致不稳定性资本再次流入（表14.1）。随

着美联储逐步退出量化宽松政策及美元升值的预期，原先的被动型资本流入转变为被动型资本流出（2014年高达2945亿美元）。在2014年第四季度，资本与金融账户出现净流出，外汇储备随之大幅下降。美联储升息和美元升值预期的增强对国际资本流动产生了明显的影响。例如，2014年下半年以来，尽管中国持续巨额贸易顺差和大量的FDI资本流入，但央行资产负债表中的“国外资产”不仅没有增加，反而还有所减少，同时，中国国际投资头寸表中储备资产比重下降、其他资产比重上升。这表明，中国确实出现了被动型资本流出，人民币兑美元出现较大的贬值压力自然也在情理之中了。这迫使央行在2015年8月份改革人民币汇率中间价形成机制，继而以消耗巨额外汇储备来干预外汇市场。

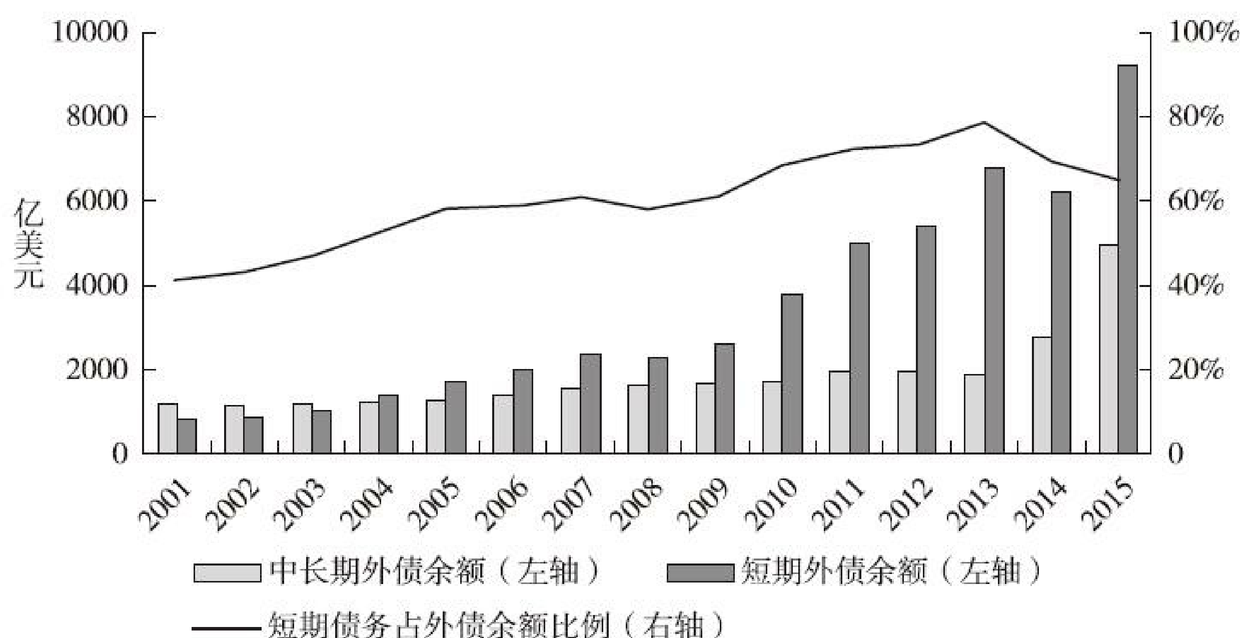


图14.11 我国中长期外债与短期债务

资料来源：国家外汇管理局

大规模的不稳定资本进出不利于国内的金融稳定，加剧了金融脆弱性。大规模资本流入可能造成国内流动性过剩、信贷繁荣及资产泡沫与通货膨胀；一旦世界经济金融形势有风吹草动，它们又会迅速出逃，造成金融市场波动，尤其在经济有下行压力的时期，被动的非稳定资本流

出将加大货币贬值的压力。以上两方面，中国都已经历过了。随着中国资本管制的逐渐放松，随着国外证券投资比重的加大与中国资本流出更加便捷，任何国内外（尤其是中美之间）利率与货币预期的变化都将迅速导致汇率的波动，加剧了我国的货币错配风险和国际流动性冲击。

其次，金融资本流入中的短期化使得对外债务风险在逐步上升。金融危机后，美联储的量化宽松与零利率政策，使得大量套利、套汇资本涌入我国。在人民币升值的背景下，我国企业也采取“资产本币化、债务美元化”的财务策略。2009年后，随着我国货币政策的收紧，企业也更多地寻求美元债务融资，且短期债务占比较高。

表14.2 中国历年外债偿债指标 （单位：%）

年份	负债率	债务率	偿债率	短期外债/外储
2008	8. 63	24. 67	1. 78	11. 63
2009	8. 59	32. 16	2. 87	10. 81
2010	9. 26	29. 25	1. 63	13. 19
2011	9. 48	33. 31	1. 72	15. 75
2012	8. 96	32. 78	1. 62	16. 33
2013	9. 09	35. 59	1. 57	17. 71
2014	8. 64	35. 19	1. 91	17. 78
2015	13	58	5	27. 64
国际安全线	20	100	25	100

资料来源：国家外汇管理局

这些都加剧了我国企业所面临的期限错配与货币错配问题。金融危机之后，我国对外债务规模在扩大，且主要是短期债务的增长，短期债务占外债余额的比例由2001年的41.21%提高到2015年的65%（图14.11）。短期外债占比上升，使得期限错配风险加大。对于那些资产、收入以本币为主的企业或部门而言，还面临货币错配的问题。然

而，随着人民币汇率机制改革释放的贬值压力，那些借入大量美元计值外债的企业或机构，债务负担会大幅上升。尽管我国经常账户仍然保持顺差，外汇储备家底仍然很厚，负债率、债务率、偿债率、短期外债/外汇储备均低于国际安全线（表14.2），但资本流动新趋势中的期限错配与货币错配可能引发的流动性风险，的确应当引起高度关注。

第三，随着对外直接投资增加，我国所面临对外投资的政治、法律与宏观经济风险也越来越大。中国要取得更大的国际产业分工的优势，提升中国产业资本的国际影响和国际产业结构的升级，需要继续深化我国的对外直接投资。但中国对外直接投资中，将有相当比重投向发展中或落后国家，有的国家政局并不稳定、法治也不完善、宏观经济大起大落、信用不彰，加大了我国对外投资的主权和信用风险。这方面，中国已有了不少深刻的教训。

第四，货币政策的独立性将有所下降。众所周知的“三元悖论”认为，货币政策独立性、固定汇率与资本的自由流动中，最多只能获得其中两个目标。我国经常账户已实现可兑换，资本与金融账户开放性也大大增强，要维持汇率的相对稳定，便不得不在一定程度上牺牲货币政策的独立性。随着资本账户进一步开放，国际资本流动更加频繁与庞大，证券投资占比大幅上升，继续维持汇率相对稳定会更加困难，转向更具弹性的汇率是中国适应资本流动新格局的必然选择。但汇率波动加大，又会加剧我国面临的货币错配问题。例如，经济下行期，央行采取宽松的货币政策就会加大货币贬值压力，从而使外债较多的企业货币错配问题更严重，这时，即便央行愿意牺牲汇率来追求国内目标，也会因货币错配问题而投鼠忌器。当然，这只是国际资本流动新格局下货币政策未来一段时期内的困境。随着我国衍生品市场的发展、企业风险管理能力的增强，在资本账户开放中，央行也可能获得相对独立的货币政策。

最后，国际资本流动的新趋势，固然表明中国金融体系更深地融入了全球体系之中，中国在全球货币金融与经济中的治理能力有了明显提

升，但也加剧了外部风险向中国金融体系的传染性。过去，资本流入突然停止就导致新兴市场国家货币贬值和金融风险恶化（Calvo，2004）。大规模资本流入最初导致经常账户逆差与国内信贷增长、资产市场繁荣与消费、投资和GDP增长，但资本流入突然停止将使形势发生逆转，引发金融风险（Reinhart & Reinhart，2008）。雷伊就指出，资本流动、资产价格与信贷增长同步运动的全球金融周期，有时导致某些国家的过度的信贷增长和金融危机（Rey，2013）。2008年的美国次贷危机就加剧了中国股票市场下跌。那时，中国私人部门持有的国外证券资产极少，因此金融机构的资产负债表对美国的次贷危机尚有免疫力，即便如此，中国金融市场还是遭受了巨大冲击；欧洲由于更加开放的金融市场和更自由的资本流动，就加剧了美国次贷危机向欧洲的传染性，并直接导致了后来的欧债危机。对此，我们应当要有清醒的认识。

中国该如何顺应资本流动的新格局

为应对国际资本流动的新格局及可能带来的影响，中国需要加强国内金融市场建设，完善和加强对国际资本流动的监管，推动货币政策的转型，当然，也要加强国际合作。

首先，加快国内金融市场建设，建设有广度、深度、弹性的金融市场，是应对国际资本流动新格局的首要任务。证券投资和国外官方资本流入增加的新趋势，必然要求为其提供安全性和流动性良好的人民币投资标的，这都需要中国金融市场的发展。也只有一个有广度、深度、弹性的金融市场，才能吸纳规模庞大的国际证券投资资本的流入并提升人民币的国际货币地位。这其中，又尤以债券市场特别是国债市场最为重要。事实证明，美元的货币强权地位与美国国债市场的规模与流动性是密切相关的。因此，要借势资本流动的新格局，推动人民币国际化上一个新台阶，就必须要大力发展国债市场，为境外机构人民币实现保值增值提供流动性、安全性的金融资产。

其次，加强对人民币汇率的市场化干预。十八届三中全会提出要让“市场在资源配置中起决定性作用”，同样，市场也要在汇率的决定中起决定性作用。随着我国资本与金融账户的更加开放，国际资金流动向着更加自由化的方向发展。中国作为一个大国，为保持货币政策应有的独立性，就需要我国的汇率朝着更加市场化的方向发展。但在新的国际资本流动格局下，资金的流动更加不稳定，容易导致汇率的较大波动，这同样不利于金融和经济的稳定。这也就决定了我国需要发挥市场机制在汇率形式中决定性作用的同时，也需要必要的干预措施保证汇率不至于过度剧烈地波动。货币当局也要合理、正确地引导汇率预期。资本流动新格局中市场汇率波动的加大，也要求中国进一步发展汇率衍生工具，让企业和金融机构能够灵活对冲资本流动所引起的汇率风险。

第三，货币供给及货币政策的转变。随着我国对外直接投资增加，我国外汇储备出现了逆转，基础货币供给方式也必将发生变化。将来，对外直接投资将超过FDI，使得我国资本与金融账户长期顺差的格局发生变化。此外，对外直接投资增加，也使得企业外汇需求增加；直接投资变动所引起的全球供应链重组，将极大地改变中国过去经常账户持续大量顺差的格局。这些都将改变我国外汇储备形成的基础。长期以来，外汇储备占央行资产负债表资产方的绝对比重，并成为基础货币供给的主要渠道。随着外汇储备在资本流动新格局中长期趋势的逆转，央行基础货币供给的方式也必将随之变化，对政府与对金融机构的债权在货币调控中的作用将显著上升。事实上，央行自2013年就开始创设形形色色的货币政策工具来增加对存款性金融机构的债权。为配合中国的债务管理与“一带一路”战略，政府甚至现在就可以考虑发行部分特别国债置换外汇资产，这不仅有利于央行公开市场操作和货币政策从数量型调控向价格型调控转变，也有利于直接提高中国国债市场的深度，提高中国金融市场吸纳国际证券投资流入的能力。

第四，“一带一路”与人民币国际化战略协同推进。中国可以通过“一带一路”加大对外直接投资，尤其是加强人民币对外直接投资的力

度，通过直接投资输出人民币。通过人民币跨境直接投资可以有效输出人民币流动性，并建立产业链整合，掌握资源、市场与产品定价权。通过发展相应的离岸人民币金融中心，可以为人民币提供资产投资渠道，并为沿线投资提供融资渠道。通过对能源、矿产等大宗商品的进口与交易所建设，还可以力争大宗商品的人民币定价权。因此，“一带一路”战略通过国内装备制造业“走出去”、国外资源“引进来”，并通过跨境人民币支付清算系统与离岸人民币中心建设，可以把人民币推向国际化。同时，中国还可探索与“一带一路”国家联合建立产权交易所、证券交易所，以便利中国对外直接投资的推出，并吸引境外人民币。此外，值得注意的一点是，中国对外直接投资将很大比重投向发展中国家，而对这些国家的投资不仅要面临其债务违约风险，也面临可能的政局动荡、资产没收问题，这需要我国加强对外投资的风险预警体系。

第五，完善宏观审慎政策。随着全球化的发展及国际资本流动规模不断增长，存在一个由全球因素驱动的国际资本流动、信用创造及资产价格的全球金融周期（Rey，2013），从而使得“三元悖论”失效，走向“二元困境”：即使在浮动汇率制下，货币政策的独立性也需要通过限制资本流动来获得（Rey，2015）。这不仅要求中国扩大人民币汇率的波动区间，还要保持一定程度的资本管制与宏观审慎监管来限制由国际资本流动引发的信用扩张、资产泡沫及杠杆率提高，以及国际资本流动逆转导致的信用紧缩、泡沫破灭及去杠杆化过程。针对国际资本流动的宏观审慎政策，需要我国加强高频债务预警体系，并对异常的证券投资、其他投资保持足够警惕。同时，当面临较大规模国际资本流入时，需要通过逆周期地提高资本金要求，以限制社会信用总量过度创造及可能的资产泡沫。

最后，加强货币政策国际协调。美元是当今世界最重要的货币，这就决定了美联储的货币政策不仅能够影响美国经济，也能影响世界经济。美联储的量化宽松政策的实施与退出，就造成了国际资本大规模流动与回流，给世界经济造成很多不稳定因素。值得注意的是，金融危机

及应对金融危机的过程中，各国已经开始加强货币政策的协调，以G20为代表的国际政策协调机制正日渐发挥更有效的作用；美联储是否加息也要顾及世界经济与国际金融形势。随着中国资本流动格局的变化，作为世界两大经济体，中美之间的货币政策协调尤为重要；随着人民币国际化与中国的地区影响力增强，中国也需要加强同世界其他经济体尤其是亚洲国家货币政策的协调。

---

1. 2016年12月5日，中国已经推出了深港通。

第15章 低油价重塑全球货币资本新版图

本章导读

20世纪70年代中期，油价上涨大幅增加了石油输出国的石油收入，极大地改变了全球国际收支格局：石油输出国借油价上涨之力获得了巨额贸易顺差，石油进口国则为了支付更高的油价而恶化了国际收支。同时，石油输出国在油价上涨中积累了储蓄剩余，且储蓄率的变动方向与国际油价具有高度相关性。

兴起的石油美元必须到石油美元的持有国之外、金融市场具有广度和深度的国家去寻找与之相匹配的投资组合，使石油输出国成了资本净输出国家。巨大的石油外汇储备和石油主权财富基金成了国际金融市场上最重要的力量之一。但石油输出国单一经济结构导致储蓄与资本盈余的变动，主要维系于石油价格的涨跌。若油价长期保持在较低水平，不仅会导致它们经常项目逆转，降低其国内储蓄率，也会制约全球石油主权财富基金发展。

国际原油价格与国际金融市场之间形成了互联互通的复合金融活动，使以石油为代表的国际大宗商品具有了金融化特征，国际油价变动不仅改变与之相关联产业和企业发行的金融工具的收益率，也直接影响石油挂钩各类结构化金融工具的收益率，改变国际资本在与石油相关（包括替代能源）的产业间的重组和配置。石油美元主要流向发达经济体，因此，它对发达经济体政府债券收益的积极影响，要远远大于那些只有较少或没有石油美元流入国家或地区的政府债券收益率的影响。

2014年下半年以来的国际油价暴跌对国际货币资本格局的影响将是

深刻的。主要石油输出国面临巨大的财政赤字压力、政府债券收益率上升、外汇储备余额下降或增速下跌、货币贬值。资本出逃反过来加剧它们的债券收益率上行和货币贬值的压力。油价暴跌对国际资本在产业间配置的连带不利效应也开始显现。

油价下跌对主要石油输入国的资本格局总体上则带来了较为积极的影响。它降低了主要发达经济体的通胀率，宽松货币政策得以维持，降低了债券利率。油价下跌使美国国债收益率下降，推高了美国债券的价格，进一步降低了美国实体经济的借贷成本，有利于美国经济的持续复苏和美元升值，这不仅加剧石油美元向美国的回流，也将加剧其他非石油美元向美国的流动。

2014年下半年，主要受地缘政治关系的冲击，国际油价大幅下跌。这导致以俄罗斯卢布为代表的产油国货币大幅贬值。事实上，油价大幅波动，不仅改变了产油国的石油收入和石油输入国的石油支出，还深刻地影响着全球的货币与资本体系。自20世纪的石油危机以来，全球货币与资本格局的变化，在相当程度上受制于石油价格变动的影响。在中国经济进入新常态的转折与变局时期，中国的国际资本流动呈现新格局之际，有必要分析国际油价下跌及其持续低迷对国际资本的深远影响。

油价上涨与石油美元兴起

20世纪70年代中期，石油价格上涨造成了西方世界的石油危机，尽管它让美国和西欧陷入了滞胀，却大幅增加了石油输出国组织（OPEC）的石油收入，也极大地改变了全球国际收支的格局：石油输出国借油价上涨之力而获得了巨额贸易顺差，石油进口国则因为支付更高的油价而恶化了其国际收支。IMF的数据显示，在20世纪80年代初，中东及北非产油国的经常项目顺差占其GDP之比高达15%左右。随后，随着油价的回落，这些国家经常账户与GDP之比也开始大幅下降。例

如，1983—1999年间，产油国的该项指标总体上为负，表明油价下跌对产油国的经常账户产生了严重的冲击。新经济泡沫破灭与“9·11”事件迫使美联储急剧降低利率，美元随之进入一轮贬值周期，国际油价又开始大幅飙升，到2008年国际油价最高达到每桶147美元的历史峰值。油价上涨又一改产油国经常账户的颓势，出现了新一轮经常账户顺差与GDP之比上升的势头。2006年时，中东及北非地区的经常账户顺差与GDP之比重新提升到了15%以上。可见，产油国的经常账户余额的变化，高度地维系于油价的变动，因而，单一的可贸易品结构，使得它们的经常账户暴露于油价波动的风险之中。

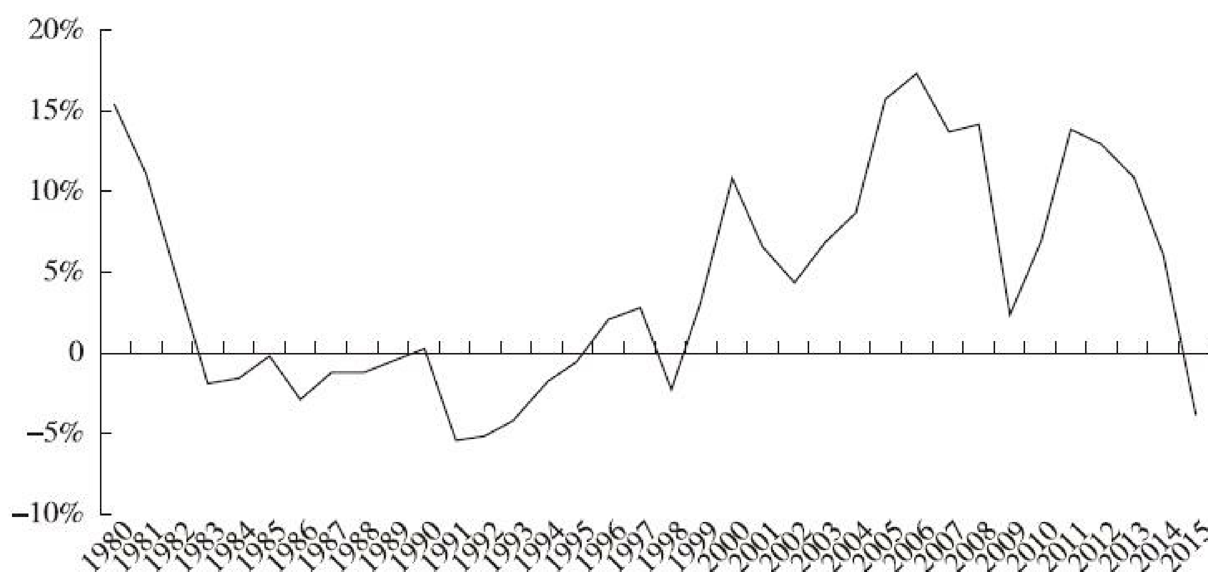


图15.1 中东及北非地区经常账户与GDP之比

资料来源：IMF

经常账户的变化对应着国内储蓄投资关系的变化，即，经常账户盈余对应着国内储蓄大于投资，反之则反是。我们看到，产油国的国民储蓄率与经常账户盈亏的变动趋势是高度吻合的。当经常账户差额与GDP之比下降时，其储蓄率也相应明显地下降，而且，在前者处于持续低位时，其国民储蓄率明显低于全球的总体储蓄率；当经常账户盈余与GDP之比上升时，储蓄率也相应地持续上升，而且其国民储蓄率会高于全球

总体储蓄率。同样，当石油价格下跌使产油国的经常账户出现逆差时，其国内投资率就会高于储蓄率，20世纪80年代初至90年代就属这种情况；反之，油价上涨，产油国经常账户盈余增加时，其国内储蓄率就持续地高于其投资率，而且，储蓄投资之间的缺口也在不断扩大。由此可见，油价的变化，是导致全球经济失衡的一个重要驱动因素。

众所周知，美元是国际原油市场的计价与结算货币。石油输出国贸易顺差扩大及其储蓄过剩，就在美元的发行国——美国之外形成了20世纪70年代以来全球货币资本体系中的一股新生力量，即所谓“石油美元”。据统计，1974年，石油输出国家的石油收入约1150亿美元，其盈余总额大致为750亿美元。到2013年，主要石油输出国的外汇储备总额达到历史最高点20694亿美元，不过，这只是石油美元的一小部分。以主权财富基金为表现形式的石油美元更加庞大，截至2015年末，石油主权财富基金规模达到42410亿美元。除这两项外，还有大量散落在产油国民间的石油美元。石油美元外汇储备与石油主权财富基金，是过去国际资本市场上的重要资本盈余与供给者。

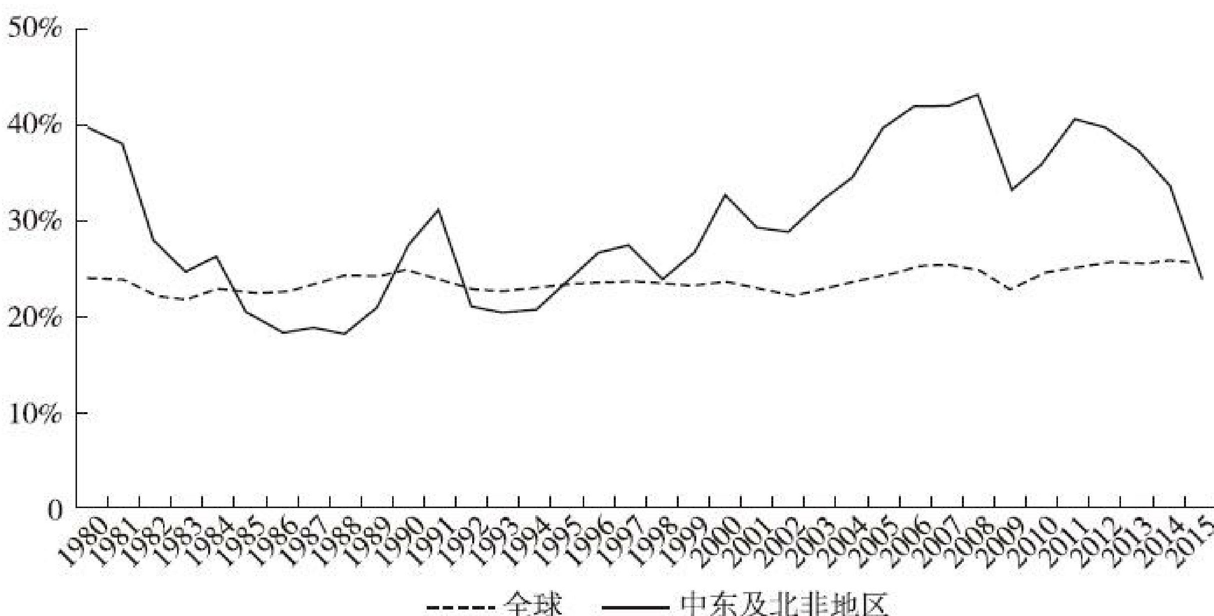


图15.2 全球与中东北非地区储蓄率对比

资料来源：IMF

石油美元与国际资本流动

对石油输出国而言，国内金融市场规模相对较小、金融产品范围较狭窄，不能有效地为巨额石油美元提供暂栖所，这迫使石油美元必须到其持有国之外、金融市场具有广度和深度的国家去寻找与之相匹配的投资组合。这样，石油输出国在石油贸易的顺差中积累巨额石油美元的同时，又成了资本的净输出国。与之相对应，对石油输入国而言，尤其是西方发达经济体，大量进口石油对其国际收支平衡产生了明显的压力，又要求石油美元的回流。石油美元的主要目的地就是美国、欧洲一些发达经济体，这主要得益于那时只有它们才有相对发达的金融市场可供石油美元进行投资和资产组合。因此，石油美元成为美国和欧洲重要的资金来源。石油贸易导致发达经济体的贸易流支付流向产油国，产油国又通过石油美元的资本输出回流到拥有深度金融市场的发达经济体，这构成了20世纪70年代以来国际资本流动的重要特征。

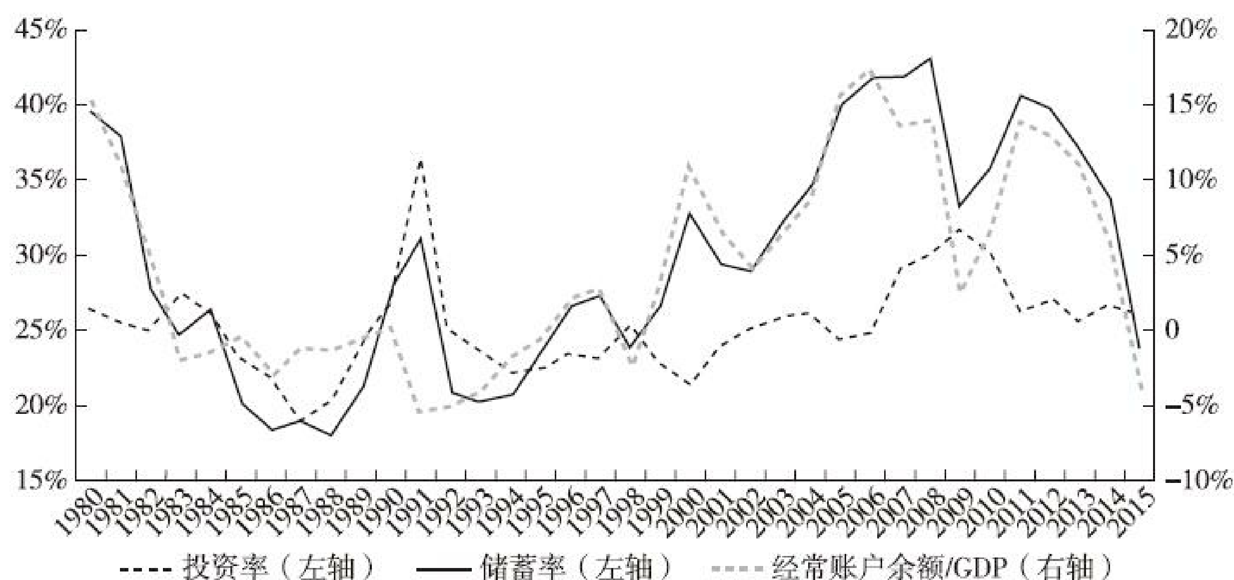


图15.3 中东及北非地区储蓄率与投资率

资料来源：IMF

归纳起来，石油美元的投资包括以下几类：

首先是产油国的外汇储备。石油美元的很大部分会进入石油输出国的外汇储备。对产油国而言，石油价格的涨跌不仅影响其经常项目的差额、储蓄投资之间的缺口，还直接影响它们的外汇储备。根据我们对OPEC成员国及俄罗斯、挪威及阿曼等共计17个主要石油输出国的统计，1971年，它们持有的全部外汇储备额为98亿美元，随后，油价的上涨直接带动了它们外汇储备总量的上升，到1980年时，其持有的外汇储备总量达到了1089亿美元的阶段性高点。在整个20世纪80年代至海湾战争前，油价低迷直接导致这些国家外汇储备总量的持续下降，1992年下降至730亿美元。随后，这些国家持有的外汇储备总量开始缓慢回升。进入新千年后，随着新一轮油价快速上涨，它们持有的外汇储备总量也一同急剧上升。2013年底，达到20694亿美元，较1992年增长了约27倍，是1999年的1406亿美元的约15倍。2014年下半年以来，国际油价大幅下跌，至2015年底，石油输出国的外汇储备量回落至15295亿美元。外汇储备大多追求长期稳定的回报，相当一部分会投资于以政府债券为代表的安全性和流动性都高的资产，其中以美国的国库券为主。美国财政部数据显示，2014年11月底，石油出口国持有2789亿美元的美国国债，占全部美国国债的1.6%。

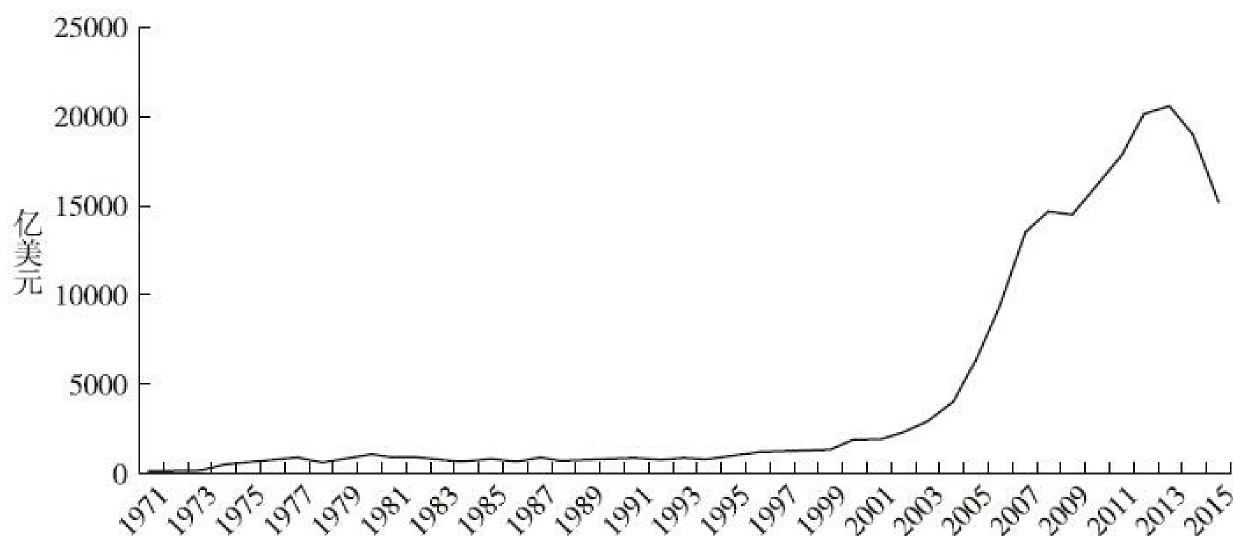


图15.4 产油国的外汇储备

资料来源：世界银行

其次，石油上涨导致了国际资本市场上另一股重要力量，那就是主权财富基金的兴起。主权财富基金是通过税收与预算分配，国际收支盈余或自然资源收入等途径形成的，并由政府设立单独的机构控制与管理，主要投资于国外的公共财富。新世纪以来，全球主权财富基金得到了迅速扩张。据主权财富基金研究所统计，2007年，全球主权财富基金规模约为3万亿美元，但截至2015年末，全球主权财富基金规模达到了74370亿美元，8年时间增长了一倍多。这其中，来自石油和天然气销售收入的主权财富基金占比达到了57%，为42410亿美元。无疑地，2001年之后的国际石油价格上涨，极大地促进了全球石油主权财富基金的发展和扩张。

表15.1列出了主要来自石油收入的全球主权财富基金。可以看到，最大的主权财富基金是挪威政府养老基金，其规模达到了8476亿美元；其次是阿联酋的阿布扎比投资局，规模达到7920亿美元；再次是沙特阿拉伯的SAMA外汇控股，规模达到5984亿美元；科威特的投资局规模也达到5920亿美元。有的国家还设立了多只主权财富基金。例如，阿联酋

就分别设有阿布扎比投资局、阿联酋投资委员会、国际石油投资公司、穆巴达拉发展公司这四只主权财富基金，基金总规模超过1万亿美元；俄罗斯分别设有规模735亿美元的国家财富基金和657亿美元的储备基金。

表15.1 资金来源于石油收入的主权财富基金（资产规模前20名）

国别名称	基金名称	成立时间	资产总量（亿美元）
挪威	挪威政府养老基金（Government Pension Fund-Global）	1990	8476
阿联酋	阿布扎比投资局（Abu Dhabi Investment Authority）	1976	7920
沙特阿拉伯	SAMA 外汇控股（SAMA Foreign Holdings）	n/a	5984
科威特	科威特投资局（Kuwait Investment Authority）	1953	5920
卡塔尔	卡塔尔投资局（Qatar Investment Authority）	2005	2560
沙特阿拉伯	公共投资基金（Public Investment Fund）	2008	1600
阿联酋	阿联酋投资委员会（Abu Dhabi Investment Council）	2007	1100
哈萨克斯坦	哈萨克斯坦国家基金（Kazakhstan National Fund）	2000	770
俄罗斯	国家财富基金（National Welfare Fund）	2008	735
阿联酋	国际石油投资公司（International Petroleum Investment Company）	1984	663
阿联酋	穆巴达拉发展公司（Mubadala Development Company）	2002	663
利比亚	利比亚投资局（Libyan Investment Authority）	2006	660
俄罗斯	储备基金（Reserve Fund）	2008	657

伊朗	伊朗国家发展基金（National Development Fund of Iran）	2011	620
美国－阿拉斯加	阿拉斯加永久基金（Alaska Permanent Fund）	1976	539
阿尔及利亚	收入调节基金（Revenue Regulation Fund）	2000	500
文莱	文莱投资局（Brunei Investment Agency）	1983	400
美国－得克萨斯	得克萨斯永久学校基金会（Texas Permanent School Fund）	1854	377
阿塞拜疆	国家石油基金会（State Oil Fund）	1999	373
阿曼	阿曼国家储备基金（State General Reserve Fund）	1980	340

资料来源：http://www.swfinstitute.org/，数据截至2016年6月

主权财富基金的兴起是过去二十多年里国际资本流动格局的一个重要现象。尽管油价上涨和石油美元的积累为石油主权财富基金创造了现实条件，但也反映了全球经济失衡背景下国际货币权力的失衡。石油输出国虽然拥有大量的石油贸易顺差和对外债权，但它们基本上是以美元计值的，不仅承担着美元汇率波动的风险，还承受着其资本输出的东道国金融市场波动的风险，它们同样属于麦金农所说的“不成熟债权人”。但是，随着石油美元扩张与石油外汇储备的积累，这些国家在储备管理方面不再满足于高流动性、低信用风险和低收益的传统较为保守的储备资产配置格局。于是，为了将一部分基于汇率稳定需求而“多余”的外汇储备分离出来，进行“积极管理”，主权财富基金在国际货币事务中异军突起。那些难以在短时期内成立货币联盟地区的国家，设立主权财富基金是更为现实的选择，因为这既不违背现有的国际货币格局，又不失为一种管理过量外汇储备的可行办法，而经济全球化又为主权财富基金的运作提供了良好的环境。但实际上，主权财富基金的兴起，在相当程度上是对现行国际货币体系下储备货币发行国所享有的货币发行权利及其承担义务不对称的一种反应，引起了储备持有国与储备货币发行国之间新的冲突。由于主权财富基金的持有者通常是各国政府，储备货币发行国基于所谓自由市场理念而担心，储备持有国通过主权财富基金投资而

实施对投资对象的干预，因而要求IMF制定全球统一的主权财富基金治理规则，或者对主权财富基金的投资实施政治上的约束或否决；主权财富基金的国家则声称，主权财富基金的兴起不过是国际货币体系不合理的结果，要限制主权财富基金，当首先改革现行的国际货币体系。

无论如何，主权财富基金主要在全球范围内进行投资，是主要发达经济体和一些新兴市场经济体的金融市场的重要参与者。实际上，主权财富基金是由产油国在石油美元的投资中探索出来的结果。根据产油国主权财富基金的投资流向，可以将其分为稳健型、战略型和收益导向型三类。稳健型的如科威特投资局和俄罗斯国家财富基金，这一类型的资产分布中固定收益类资产的比重为50%～70%，而风险权益类资产比重为0～25%，现金比重为20%～30%。战略型的包括卡塔尔投资局，这一类型的资产分布为权益类资产30%～35%，私人股权资产50%～60%，房地产和其他20%～30%。阿布扎比投资局、挪威政府养老基金等都属于收益导向型的，这一类型主权财富基金的资产分布特点是，高收益高风险资产比重较高，而相对降低了无风险资产的比重。

具体地，我们以挪威政府养老基金和阿布扎比投资局为例。挪威在北海发现石油、天然气后，经济得以迅速发展。早在1990年，挪威就建立了石油基金，这就是挪威政府养老基金。2015年，该基金规模达到8476亿美元，成为全球最大的主权财富基金。在该基金发展的初期，资产配置全部用于固定收益类，其投资策略偏向于稳健，旨在获得较稳定的预期收益。由于其规模庞大，为了避免对国内物价与金融市场的冲击，该基金主要投资于海外市场。1998年，该基金的投资风格发生了重要变化，开始投资于国际股权市场，探索积极的基金管理，乃至于股权投资占比逐渐上升，固定收益类投资占比迅速下降。根据该基金的报告，在2014年第三季度，投资组合中，股权投资占比达到了61.4%，固定收益类占比则下降至37.3%，房地产投资占比为1.3%。根据该基金2014年第三季度的报告，其十大股权投资分布于瑞士、美国、英国和法国，所投资的最大股权的公司如表15.2所示；最大的固定收益投资则分

布于美国、日本、德国、英国、墨西哥、意大利、巴西、韩国和荷兰等，当然，固定收益投资标的主要是这些国家政府发行的债券。

表15.2 2014年9月30日基金持有的最大股权量 （单位：10亿克朗）

公司名称	所在国家	持有股票市值
雀巢（Nestle SA）	瑞士	41068
荷兰皇家壳牌（Royal Dutch Shell Plc）	英国	31801
诺华（Novartis AG）	瑞士	21544
苹果（Apple Inc）	美国	27497
罗氏制药（Roche Holding AG）	瑞士	26977
贝莱德（BlackRock Inc）	美国	24715
汇丰（HSBC Holdings Plc）	英国	22996
赛诺菲（Sanofi）	法国	20978
英国天然气（BG Grop Plc）	英国	20300
道达尔（Total SA）	法国	19458

资料来源：SWFI

作为全球最大主权财富基金的阿布扎比投资局，其投资组合也分散在全球市场中，它不仅投资于政府债券，还投资于公开股票市场、私募股权、房地产和基础设施。其中，发达国家股权投资中性基准为32%～42%、新兴市场股权投资基准为10%～20%，政府债券投资基准为10%～20%，房地产、私募股权和基础设施的投资基准分别为5%～10%、2%～8%、1%～5%。在这些投资组合中，北美地区占投资组合的中性基准比例为35%～50%、欧洲占20%～35%、亚洲发达经济体占10%～20%，新兴市场经济体占15%～25%。

表15.3挪威政府养老基金固定收益最大国别配置 （单位：10亿克朗）

发行人	国别	持有量
美国政府	美国	394410
日本政府	日本	169110
德意志联邦共和国	德国	78788
英国政府	英国	72313
墨西哥政府	墨西哥	42844
意大利共和国	意大利	41148
巴西联邦共和国	巴西	37789
韩国政府	韩国	37026
德国重建信贷银行	德国	34919
荷兰政府	荷兰	33253

资料来源：SWFI

从挪威政府养老基金和阿布扎比投资局的投资组合中可以看出，它们的投资风格都偏重于国际股权投资，安全性较高的政府债券投资占比则下降到了只占较小的一部分；在地区范围上，它们都偏重于发达经济体，适量配置于新兴经济体。具体到石油主权财富基金在中国国际资本流动中的影响而言，中国不仅自己设立了主权财富基金，而且成为全球主权财富基金的重要投资东道国。比如，阿布扎比投资局、科威特投资局、卡塔尔控股有限公司、挪威中央银行等都是中国的合格境外机构投资者。因此，以石油为基础的主权财富基金是全球金融市场中最重要的资本供给者。

除了石油产生的外汇储备和石油主权财富基金这类官方资本外，产油国的私人投资者、私营企业和国营企业也是国际货币与资本市场中不可忽视的力量。海湾地区有不少超级富裕的私人投资者，他们的财富主要来自石油价格上涨和区内经济快速发展所带来的收益，其投资策略较为进取。海湾地区私人投资者的流动性资产高达1.2万亿美元，其中很

大一部分由海湾商人和酋长们的“家族理财机构”控制。越来越多的私营企业通过保留盈利或融资来进行跨国并购。如科威特移动电讯收购了非洲移动电讯公司塞尔特（Celtel）以及科威特国家银行收购埃及银行阿尔瓦塔尼（AlWatany）。部分海湾国家的国营企业会透过政府注资来进行海外并购活动，如海湾地区的国营企业于2005—2006年间并购了价值高达700亿美元的海外资产。

石油国家不断积累的外汇储备、石油主权财富基金的兴起和私人资本的发展，都得益于石油价格的上涨。对这些产油国而言，经济结构都对石油具有很高的依赖性而极其单一，这就导致储蓄与资本盈余的变动，主要维系于石油价格的涨跌。成也油价，败也油价。石油价格回落后，若长期保持在较低水平运行，不仅会导致那些产油国经常项目的逆转，降低其国内储蓄率，也会制约全球石油主权财富基金进一步发展和扩张。

油价、石油美元流动与全球资本收益

OPEC虽然拥有石油供给权，但并不具备石油的定价权。由于国际原油价格以美元计值和结算，导致了原油供给与其定价权相分离。正是沙特与美国签订了石油贸易以美元作为计价和结算货币的协议，进一步巩固和强化了美元在布雷顿森林体系崩溃后的国际货币体系中的地位。由此，作为石油贸易中计价与结算货币发行国的美国，虽并不主要决定全球原油的真实供需关系，却可通过其币值的变动、庞大而具有强大影响力的金融机构，直接影响甚或决定国际原油价格的变动及其趋势。乃至于，美元进入升值周期的时候，石油价格往往会相应下跌；反之，美元进入贬值周期时，石油价格会出现一定程度的上升。这样，石油便具有了高度美元化的特征。

实际上，虽然油价受制于美元及其发行国的巨大影响，但巨额石油

美元反过来对全球经济、金融市场和资本流动也产生了重要影响。这种影响，除了前面详细介绍的石油输出国巨额的外汇储备与主权财富基金外，随着国际金融市场快速发展，金融结构与金融产品更加复杂化，各类结构化金融产品的兴起，许多非石油输出国的金融产品的收益与石油价格直接挂钩或者直接相联系（例如，中国就有与石油挂钩的理财产品），结果，国际原油价格与国际金融市场之间便形成了互联互通的复合金融活动。这又进一步使以石油为代表的国际大宗商品日益具有了金融化的特征，全球金融市场活动与原油价格之间的联系便更加密切了。换言之，国际油价的变动，不仅使与之相关的上下游产业、与之相关的替代能源及其使用者的现金流会相应地发生有利或不利的变动，从而改变它们发行的金融工具的收益率，而且也直接影响与石油挂钩的各类结构化金融工具的收益率，改变国际资本在与石油相关（包括替代能源）的产业间的重组和配置。

随着石油出口国持有美国国债的规模和数量不断增长，石油美元大量流入债券市场，债券市场的利率会大大降低。以石油美元对美国国债的影响为例，据麦肯锡全球研究院2007年的有关研究成果，总海外净买入使美国国债的长期收益率下降大约130个基点，而其中，石油输出国各国央行买入的影响就达到21个基点。同样，如果油价下跌导致石油美元流入减少，同样会使美国国债的长期收益率水平有所上升。当然，我们并不是说，油价下跌导致的石油主权财富基金投资减少，一定会导致美国国债收益率上升。实际上，石油美元只是影响美国国债收益率的重要因素之一，石油美元主权财富基金减少也只是导致美国国债收益率上升的因素之一。

早期对石油美元的定性研究曾表明，石油美元的投资将降低股票等风险资产的价格，而提高国债等风险资产的未来价格。但是，这项研究只考虑到石油美元作为全球债券的买方而降低了以美国为首的发达经济体的债券收益率。须知，由于各国的通胀率与油价的波动息息相关，油价上涨伴随着通胀率上升，反之，油价下跌则伴随着通胀率下降。而债

券的名义利率又与通胀率具有较强的关系，或者，债券的名义利率本身就包含着对未来通胀的预期。例如，在20世纪70年代，石油危机导致发达国家普遍出现了滞胀，不断上升的通胀导致了美国的市场利率大幅攀升；随后，80年代油价的回落也使得美国通胀和市场利率大幅下降。由是观之，油价的变动对那些大量吸收石油美元的国家的债券收益率的影响是难以做出定性判断的。但无论如何，我们认为，由于石油美元主要流向发达经济体，因此，它对发达经济体政府债券收益的积极影响，要远远大于那些只有较少或没有石油美元流入的国家或地区的政府债券收益率的影响。

随着石油美元的投资偏好发生变化，稳健型投资开始减少、收益型投资不断增加，石油美元对资本市场的影响变得十分复杂，这已经引起了许多研究者的关注。如戴维·迈尔斯（David Miles）的研究曾认为，随着主权财富基金数量增加，将提高全球金融市场的风险容忍度，这将增加风险更大、收益更多的风险资产的吸引力，而减少安全资产（主要是国债）的吸引力，因而未来10年国债收益率将提高30—40个基点，风险资产的风险贴水将降低80—110个基点。但贝克和弗多拉（Beck and Fedora，2008）对挪威政府养老基金等稳健型基金的投资行为的研究表明，其投资行为并没有对股票价格产生实质性影响。国内的谢平和陈超认为主权财富基金规模的增长在20年内只会使股票风险溢价下降约0.3个百分点，对全球金融产品价格并没有明显的影响。也有研究认为，石油美元的主要载体——主权财富基金，对风险资产和无风险资产回报率的影响是同向的，且对无风险资产回报率的影响更为显著，会提升无风险资产回报率要求；对风险溢价和市盈率的影响是同向的，会提高风险溢价的水平，对风险资产和无风险资产的影响方向相反。

油价下跌重塑全球资本新版图

20世纪70年代以来，国际油价的变动对全球资本格局产生了重大影

响，它使得产油国成了净资本输出国。2014年下半年以来的国际油价暴跌，对国际货币资本格局的影响也将是深刻的。

首先，油价下跌使主要石油输出国面临巨大的财政赤字压力、政府债券收益率上升。IMF在一份报告中指出，油价下跌会使中东和中亚地区的多个石油输出国在2015年损失高达3000亿美元的收入，相当于海湾合作委员会成员国国内生产总值的21%；非海湾合作委员会国家的预期损失是900亿美元，中亚地区2015年石油收入损失将是350亿美元。油价冲击将使该地区几乎每个国家在2015年都会有预算赤字。包括卡塔尔、伊拉克、利比亚以及沙特阿拉伯在内，多个对石油出口依赖程度最大的国家受创尤其严重。由于财政收支压力上升，石油输出国的政府债券收益率面临着上行的压力，而它们的货币则承受着贬值的压力。俄罗斯就是一个鲜活的极端例子。过去十年的数据显示，俄罗斯国债收益率与油价的变动具有很强的负相关关系，油价上涨或保持高位时期，该国政府债券收益率会下行或保持低位；反之则反是。2014年初，俄罗斯中期和长期国债收益率分别为6.01%和7.43%，但油价大跌使两者分别跃升至2015年1月29日的15.13%和13.31%。

其次，油价暴跌使主要石油输出国外汇储备余额下降或增速下跌、货币贬值压力加大。2014年以来，俄罗斯的官方外汇储备余额就呈逐月减少之势，到2014年底，俄罗斯外汇储备余额已下降到了3393.7亿美元，较2013年10月最高的4802亿美元减少了1400多亿美元。这既因油价下跌减少了俄罗斯的外汇储备来源，也因拯救卢布而消耗了大量的外汇储备使然。俄罗斯官方储备减少伴随着卢布的大幅贬值和卢布危机，美元与卢布汇率从2014年初的31卢布/美元贬值到了2015年1月30日的68卢布/美元。可以预计，其他石油输出国外汇储备在经历油价上涨之后的黄金期后，油价暴跌同样会使其储备增长减缓甚至余额绝对下降，货币承受着贬值压力。

财政赤字压力增加、债券收益率上升、外汇储备减少、货币贬值都

将使资本从石油输出国出逃，这又反过来加剧了它们的债券收益率上行和货币贬值的压力。

当然，油价暴跌不仅对石油输出国有负面影响，它对国际资本在产业间配置的连带不利效应也开始显现。原来打算进入替代能源的资本就会受到牵连。例如，矿业巨头必和必拓（BHP Billiton）披露，它将在2014财年末前关闭40%的美国页岩油井。油田服务公司贝克休斯（Baker Hughes）的数据显示，全美运转的石油与天然气钻井平台比高位时已下滑逾15%，减至1633座。美国国内石油生产商因油价下跌受到更大冲击，石油企业资金压力更紧张，违约风险增加。甚至有分析称，美国能源公司违约潮可能到来，因为能源企业没有对油价下行做足够准备，太多公司资产负债表过于糟糕。

油价下跌对主要石油输入国的资本格局总体上带来了较为积极的影响。它降低了主要经济体的通胀率，宽松货币政策得以维持，这又是促使债券利率保持较低水平的重要力量。例如，在美国退量化宽松、升值预期不断强化之际，美国中长期国债收益率却不断下降。2014年初，美国中长期国债综合收益率为3.66%，而在2015年1月29日就下降到了2.16%，且随油价下跌而呈加速下降之势。这与像俄罗斯这样的国家政府债券收益率因油价上涨而大幅飙升完全相反。油价下跌不仅为欧洲央行大规模的量化宽松创造了条件，也改变了美联储货币政策正常化的节奏。联邦公开市场委员会在2015年1月28日宣布，0～0.25%超低利率政策依然是恰当的，告诫市场，它在加息问题上会保持耐心。这在很大程度上影响了市场对美国加息的预期。例如，摩根士丹利经济学家岑特纳（Ellen Zentner）认为，因为通货紧缩压力比预期的更大，预计美联储将在2016年3月之后才会加息。美国国债收益率下降不仅推高了美国债券的价格，而且进一步降低了美国实体经济的借贷成本，有利于美国经济的持续复苏和美元升值。这不仅加剧石油美元向美国的回流，也将加剧其他非石油美元流向美国。

后记

2014年7月，笔者就拟对中国经济新常态展开较系统的研究，本书就是笔者不惴浅薄，根据过去两年在国内公开发表的成果，按逻辑顺序整理、组合而成的。在写作那些文章的时候，曾有过较系统的初步轮廓，不过，研究和写作的过程时断时续，并非一气呵成，但它集中反映了笔者过去两年多里对中国宏观经济运行的一些思考。笔者试图让这一研究具有系统性和完整性，但中国经济与金融是非常复杂的系统，许多新趋势新问题已经展现出来，也仍有许多尚未浮出水面，不同的研究者从不同的角度，也有不同的理解和判断。加之笔者水平所限，常常力有不逮，所述所论难免挂一漏万、盲人摸象，甚或贻笑大方，希望读者不吝赐教。

感谢国家金融与发展实验室理事长、中国社会科学院原副院长李扬教授的鼓励和支持。自入先生门下，我就一直深受他一丝不苟的严谨治学精神和令人钦佩的人格魅力的熏陶。二十余年，耳濡目染；高山仰止，心向往之。感谢金融研究所所长王国刚教授和党委书记何德旭教授，记得在创新项目的论证会上，他们给了我们研究小组高度肯定，对选题也给予了积极的评价和中肯的建议。金融所宽松、自由的工作环境，是本书得以完成的重要条件。

本书中很大部分内容是笔者在担任第一创业证券首席经济学家期间完成的。第一创业证券是和谐、融洽和具有创新精神的团队，十多年如一日地坚持打造以固定收益为特色的现代投资银行，在业内取得了良好的口碑。感谢第一创业证券刘学民董事长、钱龙海总裁、原副总裁王卫、王芳副总裁、刘红霞董事总经理提供的合作和接触市场的宝贵机会。在第一创业证券的经历，让我对中国经济金融新常态和未来趋势的

理解更直观、更接“地气”。

在付梓之前，本书的主体内容和观点曾分别在《财经》、《21世纪经济报道》、《金融时报》、《经济参考报》、《上海证券报》、《中国改革》、《中国金融》、《中国证券报》等媒体以研究报告或专访的形式发表。感谢《财经》杂志的王延春、财新网的杜珂、《21世纪经济报道》的卜坚和陈浠、《金融时报》的柳立和王璐、《经济参考报》的金辉、《上海证券报》的卢晓平和邹民生、新华社的李滨彬、《中国改革》的杨哲宇、《中国金融》的纪崴、《中国证券报》的卢铮等（以媒体拼音首字母为序）。书中许多内容都是在他们的督促或启发下完成写作的。

本书部分章节是与中国社会科学院金融研究所费兆奇博士、中国人民银行齐璠博士、第一创业证券李怀军博士、中国社会科学院研究生院金融系博士研究生张运才和秦龙合作完成的，由我提出思路和要求后，由他们完成初稿，最后由本人加以补充和完善。第一创业证券的王泉锐、周潜也在本书的写作过程中，提供了部分资料上整理和帮助；中国社会科学院研究生院博士研究生张运才和王伯英对部分章节的数据图表做了更新。感谢黄国平博士和周莉萍博士，与他们在创新工程中的合作是非常愉快的，与他们的讨论常常令我深受启发。感谢他们不计个人得失的精诚合作！当然，文责自负。

感谢中信出版社，特别是《比较》编辑室为普通学者提供了多方位的交流平台。

参考文献

艾肯格林，金色的羁绊[M].北京：机械工业出版社，2016.

艾肯格林，资本全球化[M].上海：上海人民出版社，2009.

白重恩，钱震杰，谁在挤占居民的收入——中国国民收入分配格局分析[J].中国社会科学，2009（05）.

鲍莫尔，好的资本主义与坏的资本主义[M].北京：中信出版社，2008.

彼得·马什，新工业革命[M].北京：中信出版社，2013.

布克斯塔伯，我们自己制造的魔鬼[M].北京：中信出版社，2008.

布莱恩约弗森，麦卡菲，第二次机器革命[M].北京：中信出版社，2014.

陈郁编，所有权、控制权与激励[M].上海：上海三联书店、上海人民出版社，1998.

邓小平，邓小平文选（第二、三卷）[M].北京：人民出版社，2002.

费尔普斯，大繁荣[M].北京：中信出版社，2013.

费雪，繁荣与萧条[M].北京：商务印书馆，2014.

格林斯潘，动荡的世界[M].北京：中信出版社，2014.

赫尔，风险管理与金融机构[M].北京：机械工业出版社，2013.

黄仁宇，资本主义与二十一世纪[M].北京：生活·读书·新知三联书店，2006.

金德尔伯格，阿利伯，金融危机史[M].北京：中国金融出版社，2014.

津加莱斯，繁荣的真谛[M].北京：中信出版社，2015.

凯恩斯，劝说集[M].北京：商务印书馆，2016.

凯恩斯，就业、利息和货币通论[M].北京：商务印书馆，2014.

凯罗米里斯，人为制造的脆弱性[M].北京：中信出版社，2015.

科斯，王宁，变革中国[M].北京：中信出版社，2013.

肯尼迪，大国的兴衰[M].北京：国际文化出版公司，2006.

李扬，张晓晶，论新常态[M].北京：人民出版社，2015.

李扬，张晓晶，失衡与再平衡[M].北京：中国社会科学出版社，2013.

李扬主编，中国债券市场：2015[M].北京：社会科学文献出版社，2015.

里夫金，第三次工业革命[M].北京：中信出版社，2012.

里夫金，零边际成本社会[M].北京：中信出版社，2014.

刘易斯，经济增长理论[M].上海：上海三联书店，1994.

罗斯福，罗斯福：炉边谈话[M].北京：中国社会科学出版社，2009.

马克思，恩格斯，资本论（第一、二、三卷）[M].上海：上海三联书店，2009.

迈尔-舍恩伯格，库克耶，大数据时代[M].杭州：浙江人民出版社，2013.

麦金农，经济市场化的次序[M].上海：格致出版社，2014.

曼昆，经济学原理[M].北京：北京大学出版社，2013.

纳沙，安德鲁·卡内基传[M].北京：中信出版社，2009.

诺思，经济史中的结构与变迁[M].上海：上海三联书店、上海人民出版社，1994.

诺思，制度、制度变迁与经济绩效[M].上海：格致出版社，2014.

诺思，托马斯，西方世界的兴起[M].北京：华夏出版社，2009.

彭兴韵，国际货币体系的演进及其多元化进程中的中国选择[J].金融评论，2010（5）.

彭兴韵，胡志浩，王剑锋，不完全信息中的信贷经济周期与货币政策理论[J].中国社会科学，2014（9）.

皮凯蒂，21世纪资本论[M].北京：中信出版社，2014.

斯蒂格利茨，格林沃尔德，通往货币经济学的新范式[M].北京：中信出版社，2005.

斯密，国民财富的性质和原因的研究[M].北京：商务印书馆，1994.

孙国峰，资本输出：人民币国际化的战略选择[G]//吴敬琏主编，《比较》总第75辑，北京：中信出版社，2014.

特纳，债务和魔鬼[M].北京：中信出版社，2016.

瓦什，货币理论与政策[M].上海：格致出版社、上海三联书店，2013.

魏克赛尔，利息与价格[M].北京：商务印书馆，2013.

吴晓波，激荡三十年[M].北京：中信出版社，2008.

希克斯，价值与资本[M].北京：商务印书馆，2013.

习近平，习近平谈治国理政[M].北京：人民出版社，2014.

谢平，陈超，谁在管理国家财富[M].北京：中信出版社，2010.

熊彼特，经济发展理论[M].北京：商务印书馆，1990.

严荣，自主的悖论——主权财富基金的国际政治经济分析[M].北京：人民出版社，2010.

伊斯特利，经济增长的迷雾[M].北京：中信出版社，2016.

Aghion, Philippe, Bacchetta, Philippe, and Banerjee,Abhijit, 2004, “Financial Development and the Instability of Open Economies”, NBER Working Paper No.10246.

Alfaro, Laura, Kalemli-Ozcan, Sebnem, and Volosovych, Vadym, 2008, “Why doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries? An Empirical Investigation”,The Review of Economics and Statistics 90 (2):347-368.

Alfaro, Laura, Kalemli-Ozcan,Sebnem, and Volosovych,Vadym, 2011, “Sove-reigns, Upstream Capital Flows, and Global Imbalances”, Journal of the European Economic Association 12(5):1240-1284.

Beck, Roland and Fedora,Michael,The Impact of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets [R]. Occasional Paper Series of European Central Bank No.91, July 2008.

Borsch-supan, A., Ludwig,A.,and Winter, J., 2006,“Aging, Pension Reform and Capital Flows: A Multi-Country Simulation Model,Economica 73, pp. 635-658.

Calvo, Guillermo A., 2004, “On the Empirics of Sudden Stops:The Relevance of Balance-sheet Effects”, Working Paper.

Domeij, David and Flodén,Martin,2006, “Population Aging and International Capital Flows”, International Economic Review 47(3):1013-1032.

Gourinchas, Pierre-Olivier and Jeanne,Olivier, 2013, “Capital Flows to Developing Countries:The Allocation Puzzle”, Review of Economic Studies 80(4):1484-1515.

Higgins,Matthew, 1998, “Demography, National Saving, and International Capi-tal Flows”,International Economic Review 39(2):343-369.

Ito H., and Tabata,K., 2010, “The Spillover Effects of Population Aging, International Capital Flows, and Welfare”, Journal of Population Economics 23(2):665-702.

Lucas, R., 1990, “Why doesn't Capital Flow form Rich to Poor Countries”,American Economic Review 80(2): 92-96.

Matsuyama，K., 2014, “Institutional-induced Productivity Differences and Patterns of International Capital Flows”, Journal of the European Economic Association12(1): 1-24.

Mendoza, E. G., Quadrini, V.,and Rìos-Rull, J.-V., 2009, “Financial Integration, Financial Development, and Global Imbalances”, Journal of Political Economy 117, pp. 371-416.

Reinhardt, D., Ricci, L., and Tressel,T.,2013, “International Capital Flow and Development: Financial Openness Matters”, Journal of International Economics 91(2):235-251.

Reinhart, C. and Rogoff,K., 2010,“Growth in A Time of Debt”, American Economic Review 100, pp.573-578.

Reinhart, C. and Rogoff,K., 2011,“From Financial Crash to Debt Crisis”, American Economic Review 101(5):1676-1706.

Reinhart, C. and Reinhart,V.,2008, “Capital Flow Bonanzas: An Encompassing View of the Past and Present”, NBER Working Paper No.14321.

Rey,Hélène, 2013,“Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence”, Working Paper.

Song, Zheng, Kjetil Storesletten, and Fabrizio Zilibotti, 2011, “Growing like China”, American Economic Review 101(1): 196-233.

Song, Zheng, Kjetil Storesletten, and Fabrizio Zilibotti, 2014,“Growing (with capital controls) like China”,IMF Economic Review 62(3): 328-370.